



Tiedekunta/Osasto - Fakultet/Sektion – Faculty Oikeustieteellinen tiedekunta		Laitos - Institution – Department Kauppaoikeus
Tekijä - Författare – Author Saara Matilda Heinonen		
Työn nimi - Arbetets titel – Title Lunastusoikeuden rajalla: Julkisen ostotarjouksen jälkeisen OYL 18 luvun mukaisen lunastusoikeuden toteutuminen osakkeenomistaja-aktiivismin valossa		
Oppiaine - Läroämne – Subject Yhtiö- ja arvopaperimarkkinaoikeus		
Työn laji - Arbetets art – Level Pro gradu -tutkielma	Aika - Datum – Month and year Marraskuu 2019	Sivumäärä - Sidoantal – Number of pages 74
<p>Tiivistelmä - Referat – Abstract Julkisiin ostotarjouksiin liittyy usein yrityskauppa, jonka toteutuminen edellyttää, että ostotarjouksen tekijä saa kohdeyhtiön täyteen hallintaansa. Tämän mahdollistamiseksi, sekä enemmistöosakkeenomistajan ja pienen vähemmistön välisten eturistiriitojen ratkaisemiseksi, osakeyhtiölaissa säännellään lunastusoikeudesta, jonka mukaan se, jolla on enemmän kuin yhdeksän kymmenesosaa yhtiön kaikista osakkeista ja äänistä, on oikeutettu käyvistä hinnasta lunastamaan muiden osakkeenomistajien osakkeet.</p> <p>Osakkeenomistaja-aktiivismi on monimuotoinen ilmiö, jossa osakkeen tuottamia oikeuksia sekä yleistä vaikutusvaltaa hyödyntäen tavoitellaan valittua päämäärää. Julkiset ostotarjoukset luovat osakkeenomistaja-aktiivisteille hedelmällisen maaperän korkeiden tuottojen saavuttamiseksi. Käytännössä aktivistirahastot hankkivat julkisen ostotarjouksen kohdeyhtiön osakkeita riittävästi blokataksaan julkisen ostotarjouksen toteutumisen siksi aikaa, että aktivistit saavat neuvoteltua osakkeilleen korkeamman vastikkeen. Julkisessa ostotarjouksessa osakkeenomistaja-aktiivistien menettely ei oikeudellisesti eroa muista osakkeenomistajista ja sen tavoitteet ilmentävät arvopaperimarkkinoilla toimivan henkilön perusratiota.</p> <p>Tutkimuksella on kaksi päämäärää. Ensimmäinen liittyy siihen, että lunastusoikeudella ja osakkeenomistaja-aktiivisillä on tosiasiallinen yhteys julkisessa ostotarjouksessa. Tutkimuksen tarkoituksena on tältä osin selvittää kyseisen yhteyden oikeudellinen ulottuvuus. Lähtökohtana on lunastusoikeutta, erityisesti 90 prosentin lunastusrajan perusteita, koskeva problematiikka suhteessa osakkeenomistaja-aktiivisiin julkisen ostotarjouksessa. Tutkimusasetelma on käytännönläheinen, mutta tästä huolimatta lunastusoikeuden sääntelyn tavoitteet sekä toteutuminen suhteessa osakkeenomistaja-aktiivisiin sidotaan lunastusoikeuden kannalta olennaisiin osakeyhtiöoikeuden periaatteisiin. Laajemmin aiheella pyritään selvittämään tilanteita, jotka liittyvät siihen, miksi julkinen ostotarjous ei aina täysin toteudu, vaikka kohdeyhtiön enemmistö hyväksyisi ostotarjouksen.</p> <p>Tutkimuksen toinen päämäärä koskee markkinoilla tapahtuvaa jatkuvaa muutosta ja tähän muutokseen vastaamista. Tutkimukseen liittyy tältä osin rajattu de lege ferenda mielenkiinto siitä, voiko lunastusrajaa alentamalla vaikuttaa osakkeenomistaja-aktiivismin toteutumiseen julkisessa ostotarjouksessa. Tällöin kysymyksenasettelu jakautuu kahteen osaan. Ensin asiassa tarkastellaan sitä, voisiko lunastusrajaa alentaa, sekä toiseksi sitä, olisiko lunastusrajan alentamisella vaikutusta osakkeenomistaja-aktiivismin toteutumiseen julkisissa ostotarjouksissa. Asiassa ei oteta kantaa siihen, pitäisikö osakkeenomistaja-aktiivismia rajoittaa esimerkiksi lunastusoikeutta alentamalla, vaan ainoastaan siihen, onko se mahdollista ja oikeudellisesti tarkoituksenmukaista, ja jos näin on, niin missä määrin.</p> <p>Tutkimuksen johtopäätöksissä todetaan, että lunastusoikeuden säätämisen taustalla olevat ongelmat ovat hyvin samanlaisia kuin osakkeenomistaja-aktiivisista aiheutuvat ongelmat ostotarjouksen tekijälle, mutta lunastusrajan alentaminen ei ole siihen tarkoituksenmukainen tai edes riittävä oikeudellinen ratkaisu.</p>		
Avainsanat – Nyckelord – Keywords Osakeyhtiölaki, lunastusoikeus, yrityskaupat, osakkaat		
Säilytyspaikka – Förvaringställe – Where deposited		
Muita tietoja – Övriga uppgifter – Additional information		

SAARA HEINONEN

LUNASTUSOIKEUDEN RAJALLA

Julkisen ostotarjouksen jälkeisen OYL 18 luvun mukaisen
lunastusoikeuden toteutuminen osakkeenomistaja-aktivismiin valossa

Pro gradu -tutkielma

Helsingin yliopisto

Oikeustieteellinen tiedekunta

Kauppaoikeus

Ohjaaja: Seppo Villa

Syksy 2019

SISÄLLYS

SISÄLLYS	II
LYHENTEET	III
KAAVIOT.....	IV
1. JOHDANTO	1
1.1 Taustaa	1
1.2 Tutkimuskysymykset ja aiheen rajaus.....	5
1.3 Tutkimusmenetelmä ja lähdeaineisto	9
1.4 Tutkimuksen rakenne	13
2. JULKISEN OSTOTARJOUKSEN JÄLKEINEN LUNASTUSOIKEUS	15
2.1 Julkista ostotarjousta koskeva sääntely	15
2.2 Yhteys lunastusoikeuteen	19
2.2.1 Lunastusoikeus onnistuneen ostotarjouksen päätöksenä.....	19
2.2.2 Tarjouksen tekijän muut vaihtoehdot	22
2.3 Lunastusoikeutta koskeva sääntely	24
2.3.1 Kansallinen sääntely.....	24
2.3.2 Ostotarjousdirektiivi	27
3. OSAKKEENOMISTAJA-AKTIVISMI	31
3.1 Kohdeyhtiön osakkeenomistajat	31
3.2 Osakkeenomistajan vaikutusmahdollisuudet osakeyhtiössä	34
3.2.1 Oikeuksien käytöstä aktivismiin	34
3.2.2 Osakkeenomistaja-aktivismi julkisessa ostotarjouksessa.....	40
4. LUNASTUSOIKEUDEN TAVOITTEET	45
4.1 Tehokkuus	45
4.2 Vähemmistöosakkeenomistajan oikeudet	50
4.2.1 Vähemmistön oikeussuoja.....	50
4.2.2 Yhdenvertaisuus	51
4.2.3 Osakkeen vapaa luovutettavuus	55
4.2.4 Omaisuudensuoja	59
4.3 Lunastusraja	64
5. JOHTOPÄÄTÖKSET	70
LÄHDELUETTELO	75

LYHENTEET

AML	Arvopaperimarkkinalaki (14.12.2012/746)
EOYL	Vuoden 1978 osakeyhtiölaki (29.9.1978/734)
ETA	Euroopan talousalue
EU	Euroopan unioni
EUT	Euroopan unionin tuomioistuin
ETF	Exchange Trade Fund
HE	Hallituksen esitys eduskunnalle
KKO	Korkein oikeus
OYL	Osakeyhtiölaki (21.7.2006/624)
PeVL	Perustuslakivaliokunnan lausunto
PeVM	Perustuslakivaliokunnan mietintö
PL	Suomen perustuslaki (11.6.1999/731)
VM	Valtionvarainministeriö
VOYL	Vuoden 1895 osakeyhtiölaki (1895/22)
YKL	Yrityskauppautakunta

KAAVIOT

Taulukko 1. Ostotarjoukset Suomessa vuosina 2014-2019. (Finanssivalvonnan esiterekisteri)	s. 25
Taulukko 2. Lunastusrajat EU-jäsenmaissa. (Clerc ym. 2012)	s. 68
Kuva 1. Osakkeenomistajan vaihtoehdot ostotarjouksessa ja osakkeen arvo. (Van der Elst – Van den Steen 2006)	s. 58

1. JOHDANTO

1.1 Taustaa

Sillä, jolla on *yli yhdeksän kymmenesosaa* osakeyhtiön kaikista osakkeista ja äänistä, on oikeus käyvästä hinnasta lunastaa muiden osakkeenomistajien osakkeet (OYL 18:1.1).¹ Tätä lainkohtaa on vuonna 2019 sovellettu muun muassa Mascot Bidco Oy:n vaatimukseen lunastaa Amer Sport Oy:n vähemmistöosakkeenomistajien osakkeet sekä Loxam S.A.S.:n vaatimukseen lunastaa Ramirent Oy:n vähemmistöosakkeenomistajien osakkeet.² Molempia lunastustilanteita edelsi julkinen ostotarjous.

Julkiseen ostotarjoukseen liittyy yleensä yrityskauppa.³ Yrityskauppojen toteuttamista ohjaa taloudellinen dynamiikka, joka muistuttaa melkein minkä tahansa hyödykkeen kauppadyynamiikkaa.⁴ Kun ostotarjouksen tekijä on osakeyhtiö, yhtiön johdon täytyy toimia yhtiön edun mukaisesti, jolloin myös ostotarjouksen tulee palvella yhtiön etua, eli tuottaa voittoa osakkeenomistajille.⁵ Kaupan lähtökohta yleensä on, että ostotarjouksen tekijä pitää kohdeyhtiön hankkimisesta maksettavaa kauppahintaa alempana kuin ostotarjouksen tekijälle kohdeyhtiön ostamisesta syntyvää taloudellista arvoa. Tämän arvonnousupotentiaalin takia ostotarjouksen tekijä on valmis maksamaan kohdeyhtiön osakkeille preemion.⁶ Kohdeyhtiön näkökulmasta keskeinen motiivi yrityskaupan toteuttamiseen on, että ostotarjouksen tekijän maksama hinta ylittää kohdeyhtiön osakkeenomistajien näkemyksen yhtiön arvosta.⁷

Tarjouksen tekijän arvioima arvonnousupotentiaali voi perustua moneen eri asiaan. Keskeinen motiivi yritysostolle on kohdeyhtiön hankkimisella saatavat synergiaedut.⁸ Synergioiden tuoma lisäarvo voi liittyä operatiiviseen toimintaan tai esimerkiksi tietotaidon

¹ Momentin toisen virkkeen mukaan vähemmistöosakkeenomistajalla on vastaavasti oikeus vaatia enemmistöosakkeenomistajalta osakkeidensa lunastamista. OYL 18 luvun 1 momentista käytetään suomalaisessa oikeuskirjallisuudessa pykälän otsikoinnin mukaisesti termejä lunastusoikeus- ja velvollisuus. EU-sääntelyssä sekä englanninkielisessä eurooppalaisessa oikeuskirjallisuudessa lunastusoikeudesta käytetään yleisesti termiä squeeze-out (right). Englanninkielisessä yhdysvaltalaisessa oikeuskirjallisuudessa taas käytetään termiä freeze-out (right). Suomen, EU:n ja Yhdysvaltojen lunastussääntelyn sisällössä ja soveltuvuudessa on kuitenkin huomattavia eroja, eivätkä termit eivätkä ole suoraan toisiinsa rinnastuvia.

² Keskuskauppakamarin lista lunastusmenettelyistä 2019.

³ Sillanpää 1994, s. 149; Sillanpää 1995, s. 216; Palm 2005, s. 281.

⁴ Parkkonen – Knuts 2014, s. 467-468.

⁵ Osakeyhtiön yhtiöjärjestyksessä voidaan määrätä voiton tuottamisen lisäksi myös muusta yhtiön tarkoituksesta. Mähönen – Villa 2015, s. 121.

⁶ Parkkonen – Knuts 2014, s. 467.

⁷ Parkkonen – Knuts 2014, s. 467-468.

⁸ Sillanpää 1994, s. 83.

ja osaamisen kasvattamiseen.⁹ Toisaalta ostotarjouksen tekijä saattaa hankkia kohdeyhtiön saadakseen käyttöönsä kohdeyhtiön hallussa olevia immateriaalioikeuksia tai esimerkiksi teknologiaa. Ostotarjouksen tekijä saattaa myös uskoa voivansa tehostaa kohdeyhtiön toimintaa vapauttamalla hyödyntämätöntä potentiaalia esimerkiksi muuttamalla kohdeyhtiön johtoa, strategiaa tai organisaatiota.¹⁰ Yhtenä taloudellisena motiivina voi myös olla, että ostotarjouksen tekijä haluaa ostaa kilpailijansa pois markkinoilta ennen kuin se mahdollisesti kasvaa liian isoksi tai sillä hetkellä kun kilpailijalla menee taloudellisesti heikosti.¹¹ Yhtiörakenteen näkökulmasta yrityskaupan jälkeen kohdeyhtiö saatetaan esimerkiksi säilyttää omana yhtiönään, sulauttaa toiseen yhtiöön tai purkaa.¹² Vaikka isomman yhtiön voi olla lähtökohtaisesti luontevampi ostaa pienempi yhtiö pois markkinoilta, ostotarjouksen tekijä voi olla myös kohdeyhtiötään pienempi (reverse takeover).¹³

Yrityksen ja sen toimintaympäristön eli markkinoiden välillä ei ole selkeää rajaa, kun yritys hahmotetaan sopimusverkkona, joka koostuu sekä yrityksen sisäisistä, että ulkoisista sopimuksista.¹⁴ Sopimukseen liittyy varallisuus oikeuksien siirtämisestä tai niiden tuottamien oikeuksien käyttämisestä aiheutuvia transaktiokustannuksia, käytännössä siis vaihdannan kustannuksia.¹⁵ Yrityksessä kuitenkin pyritään usein kustannusten minimoimiseen, sillä se nostaa liiketoiminnan tulosta ja lisää tehokkuutta. Coasen teoreeman mukaan jos transaktiokustannuksia ei olisi, resurssien kohdentuminen olisi tehokkainta ja tapahtuisi oikeudenmukaisesti ilman oikeudellista sääntelyä.¹⁶ Liiketoiminnassa syntyy kuitenkin aina transaktiokustannuksia,¹⁷ mikä takia yritystoiminnan organisoinnille on tarvetta.¹⁸

⁹ McCahery ym. 2003, s. 28.

¹⁰ Parkkonen – Knuts 2014, s. 467; Sillanpää 1994, s.82-83.

¹¹ Sillanpää 1994, s. 82.

¹² Immonen 2014, s. 18.

¹³ Immonen 2014, s. 35.

¹⁴ Mähönen – Villa 2015, s. 187. Osakeyhtiö- ja arvopaperimarkkinaoikeuden kiinteä yhteys näkyi pitkään myös lainsäädännössä, sillä molemmista säänneltiin pitkään osakeyhtiölaissa. Suomessa on ollut osakeyhtiölaki jo vuodesta 1895 lähtien, mutta ensimmäinen arvopaperimarkkinalaki tuli voimaan vasta vuonna 1989. Toisaalta teollistumisen myötä yhtiön oikeudelliselle järjestämiselle oli tarvetta jo 1800-luvulla. Helsinkiin suunniteltiin pörssin perustamista myös jo 1800-luvulla, mutta ennen vuotta 1912 Helsingissä toimi ainoastaan vuonna 1879 aloitetut kuukausittaiset pörssihuutokaupat. Turkuun perustettiin myös kauppapörssi vuonna 1863, mutta sen toiminta ei kestänyt pitkään. Lisäksi arvopaperimarkkinoihin suhtauduttiin yleisesti hyvin tiukasti, kunnes 1980-luvulla sääntelyä vapautettiin ja osakemarkkinat alkoivat Suomessa laajentua ja monipuolistua. Hoppu 2004, s. 18; Parkkonen – Knuts 2014, s. 1. Ostotarjouksia koskeva problematiikka kuuluu nykyään arvopaperimarkkinalain alaan, mutta käytännössä myös yhtiöoikeudella on suuri merkitys julkisten ostotarjousten toteutumisessa.

¹⁵ Timonen 1997, s. 91; Mähönen – Villa 2015, s. 150.

¹⁶ Mähönen – Villa 2015, s. 150.

¹⁷ Coase 1960, s. 850; Timonen 1997, s. 94; Mähönen – Villa 2015, s. 152.

¹⁸ Coase 1960, s. 851-852; Timonen 1997, s. 94; Mähönen – Villa 2015, s. 152.

Transaktiokustannuksia vähentää myös julkinen ostotarjous. Osakeyhtiön liikkeeseen laskemien osakkeiden takia yhtiön omistus saattaa olla hyvin hajaantunut. Tällöin yhtiön ostaminen on miltei mahdotonta, tai vähintään hyvin hidasta ja kallista, sillä ostamisesta pitäisi neuvotella jokaisen osakkeenomistajan kanssa erikseen.¹⁹ Julkinen ostotarjous on oikeudellinen mekanismi säännellyllä markkinalla kaupankäynnin kohteena olevien osakeyhtiön osakkeiden, kaikkien tai osan, ostamiseksi julkisesti. Yrityskauppana julkinen ostotarjous on omistuskauppa, jossa yhtiön osakkeet vaihtavat omistajaa.²⁰

Käytännössä ostotarjouksella pyritään hankkimaan määräysvaltaa kohdeyhtiöstä.²¹ Kun ostotarjouksen tekijä saa kohdeyhtiön haltuunsa, määräysvalta kohdeyhtiössä siirtyy ostotarjouksen tekijälle.²² Määräysvalta kohdeyhtiössä syntyy yleensä yli 50 prosentin ääniosuudella, sillä suuri osa päätöksistä osakeyhtiössä tehdään enemmistöperiaatteella.²³ Osakeyhtiön kannalta perustavaa laatua oleviin päätöksiin, kuten sulautumiseen tai jakautumiseen, vaaditaan kuitenkin määräenemmistö eli vähintään kaksi kolmasosaa annetuista äänistä ja kokouksessa edustetuista osakkeista. Lisäksi tiettyihin päätöksiin, kuten OYL 19:4 §:n mukaiseen yksityisen osakeyhtiön yhtiömuodon muuttamiseen, vaaditaan kaikkien osakkeenomistajien suostumus.

Ostotarjousmarkkinoita kutsutaankin määräysvaltamarkkinoiksi, joka kuvaa sitä ideaa, että yhtiöiden resursseja tulisi käyttää koko ajan tehokkaasti ja että yhtiön osakkeen markkinahinta todella vastaisi yhtiön osakkeen arvoa.²⁴ Talouden näkökulmasta asiaa voidaan kuvata markkinoiden tehokkuusteorialla, jonka mukaan yhtiön markkina-arvo määräytyy markkinoilla saatavilla olevan tiedon perusteella, jolloin huonosti johdetun yhtiön markkina-arvo on matalampi kuin tehokkaammin johdetussa yhtiössä.²⁵ Määräysvaltamarkkinoiden mukaan ostotarjouksen kohteeksi joutuu sellainen yhtiö, joka ei toimi tehokkaasti, toisin sanoen, jota ei johdeta tehokkaasti. Yritystalon uhan takia yhtiön johdolla on intressi toimia tehokkaasti ja kehittää yhtiön arvoa, mikä tasapainottaa osakkeenomistajien ja johdon välistä päämies-agentti-ristiriitaa.²⁶

¹⁹ HE 32/2012 vp, s. 135.

²⁰ Immonen 2014, s. 18.

²¹ Määräysvallalla ei ole kaiken kattavaa määritelmää, sillä se määritellään eri laeissa eri tavoin kunkin lain tarpeiden mukaisesti. Määräysvallan käsite on määritelty muun muassa kirjanpitolaisissa (1:5), AML:ssa (2:4) ja OYL:ssa (8:12).

²² Jensen – Ruback 1983, s. 5-6.

²³ OYL:n yleisiin periaatteisiin kuuluvan OYL 1:6:n mukaisesti annettujen äänten enemmistöllä. AML:n soveltuessa määräysvalta katsotaan olevan myös silloin, kun osakkeenomistajalla on oikeus nimittää tai erottaa enemmistö kohdeyhtiön hallituksen jäsenistä (AML 2:4).

²⁴ Jensen – Ruback 1983, s. 5; Timonen 1997, s.199; Mähönen 2015, s.150.

²⁵ *Efficient capital market theory*. Teoriasta tarkemmin, ks. esim. Knuts 2007, s. 202–213.

²⁶ Mähönen 2015, s.150.

Arvopaperimarkkinat helpottavat yhtiöiden rahoituksen saantia, niiden omistamista ja yrityskauppojen toteutumista. Euroopan ensimmäinen yrityskauppa-aalto nähtiin teollisen vallankumouksen kiihdyttämänä 1800-luvun lopulla ja 1900-luvun alussa.²⁷ Julkiset ostotarjoukset yleistyivät kuitenkin vasta 1960- ja 1970-luvuilla, jolloin alettiin suunnittelemaan myös eurooppalaista ostotarjoussääntelyä.²⁸ Vuonna 1985 Euroopan komissio ilmoitti laativansa direktiiviehdotuksen, joka julkaistiin ensin vuonna 1989 ja sitten uudestaan muutettuna vuonna 1990. Nämä ehdotukset perustuivat julkisia ostotarjouksia koskevan lainsäädännön yksityiskohtaiseen lähentämiseen.²⁹

Direktiivihanke kuitenkin hyytyi 1990-luvulla taloudellisen kehityksen nostattaman vastustuksen takia. EU:ssa vallitsi kuitenkin tahto rahoitusmarkkinoiden kehittämiseen³⁰ ja vuonna 2000 EU:n suurista linjoista päättävä Eurooppa-neuvosto julisti, että ostotarjousdirektiivi on keskeinen osa EU:n taloudellista strategiaa, jolla parannetaan eurooppalaisten yritysten toimintaa.³¹ Julkisten ostotarjousten sääntelyn kehittäminen sai tästä uutta tuulta purjeisiin ja näin luotiin vielä uusi ja joustavampi puitedirektiivi, joka kuitenkin kaatui vuonna 2001 Euroopan parlamentin äänestyksessä äänten mennessä tasan (273-273).³² Parlamentin vastustus johtui pääosin saksalaisten huolesta, että saksalaiset yritykset joutuisivat direktiivin myötä yritysvaltausten kohteeksi.³³

Tässä kohtaa ostotarjousdirektiivin monivaiheista säätämisen prosessia perustettiin yhtiöoikeuden asiantuntijoiden korkean tason työryhmä, *The High Level Group of Company Law Experts*, arvioimaan ostotarjousdirektiivin käsittelyssä ilmenneitä ongelmia.³⁴ Professori Jaap Winterin johdolla työryhmä julkaisi vuonna 2002 ensimmäisen selvityksensä, niin sanotun *Winterin kertomuksen*, jossa käsiteltiin kolmea asiakokonaisuutta: 1) yhtäläisten toimintaedellytysten luomista, 2) kohtuullisen hinnan määrittämistä, ja 3) julkisen ostotarjouksen jälkeisen lunastusoikeuden ja lunastusvelvollisuuden luomista. Lunastusoikeuden ja -velvollisuuden sisältö nykyisessä

²⁷ McCahery ym. 2003, s. 19.

²⁸ Parkkonen – Knuts 2014, s.473.

²⁹ Komission ehdotus ostotarjousdirektiiviksi 2003, s. 1.

³⁰ Euro otettiin käyttöön "näkyvämmänä" yhteisenä valuuttana 1.1.1999, minkä takia erot jäsenvaltioiden rahoitusmarkkinoiden välillä korostuivat. McCahery ym. 2003, s.46.

³¹ McCahery ym. 2003, s. 46.

³² McCahery ym. 2003, s. 1; Komission ehdotus ostotarjousdirektiiviksi 2003, s. 1.

³³ Clausen – Sørensen 2004, s. 89.

³⁴ Työryhmän jäseniä Jaap W. Winterin lisäksi olivat Jan Schans Christensen, José Garrido Garcia, Klaus Hopt, Jonathan Rickford, Guido Rossi, Joëlle Simon sekä Dominique Thienpont ja Karel van Hulle (sihteeri).

ostotarjousdirektiivissä vastaa Winterin kertomuksessa esitettyjä näkökohtia.³⁵ Pitkä lainsäädäntöprosessi päättyi huhtikuussa 2004, kun julkisista ostotarjouksista annettu ostotarjousdirektiivi julkaistiin. Julkisen ostotarjouksen jälkeisestä määräysvallan keskittymiseen liittyvästä lunastusoikeudesta ja lunastusvelvollisuudesta säädettiin ensimmäisen kerran EU-tasolla ostotarjousdirektiivin tultua voimaan.

1.2 Tutkimuskysymykset ja aiheen raja

Koska julkiseen ostotarjoukseen liittyy usein yrityskauppa, täyden omistuksen saavuttamisella on merkitystä. Ostotarjouksen tekijä hankkii usein kohdeyhtiöstä osuuden jo ennen ostotarjouksen tekemistä eli tekee nurkanvaltauksen kohdeyhtiöstä.³⁶ Julkisen ostotarjouksen julkistamisen jälkeen ostotarjouksessa voi kuitenkin tulla vastaan myös toisenlainen ”nurkanvaltaaja”, joka hankkii yhden kymmenesosan yhtiön osakkeista ja äänistä, mahdollistaen vähemmistöoikeuksien käytön.³⁷ Esimerkiksi Ruotsissa on katsottu olevan nykyään harvassa sellaiset ostotarjoukset, joissa ei ole aktivistirahastoa hankkimassa yli kymmenen prosentin osuutta kohdeyhtiöstä.³⁸

Julkinen ostotarjouksen täysimääräisen toteutumisen voi estää minkäläinen osakkeenomistaja tahansa, mutta viime aikoina julkisen ostotarjouksen blokkauksen taloudellisen hyödyntämisen keskiössä on ollut ilmiö, jota kutsutaan osakkeenomistaja-aktivismiksi. Osakkeenomistaja-aktivismissa osakkeenomistaja pyrkii ohjamaan yhtiön toimintaa omistuksensa kautta omien tavoitteidensa saavuttamiseksi. Julkisen ostotarjouksen yhteydessä strategiana usein on, että sijoittaja hankkii ensin kymmenen prosentin osuuden yhtiöstä estääkseen lunastusoikeuden toteutumisen ja neuvottelee sitten osakkeistaan korkeamman hinnan ostotarjouksen tekijältä.³⁹ Esimerkiksi Fortum Oyj teki julkisen ostotarjouksen vuonna 2017 saksalaisen Uniper SE:n osakkeista.⁴⁰ Pian ostotarjouksen julkaisemisen jälkeen paikalle saapuivat myös osakkeenomistaja-

³⁵ Komission ehdotus ostotarjousdirektiiviksi 2002, s.2.

³⁶ Parkkonen ja Knuts käyttävät kyseisestä ilmiöstä julkisen ostotarjouksen yhteydessä englanninkielistä käsitettä *stakebuilding*, jolla tarkoitetaan transaktioita, joilla ostotarjouksen tekijä hankkimaan kohdeyhtiön osakkeita ennen suunnitellun ostotarjouksen julkistamista. Parkkonen – Knuts 2014, s. 556.

³⁷ Yhden kymmenesosan osakeomistus oikeuttaa muun muassa vähemmistöosinkoon (OYL 13:7).

³⁸ Tähtinen, Jyrki: The activists are getting closer to our gates, 11.10.2018.

³⁹ Clerc ym. 2012, s. 7.

⁴⁰ Fortum Oyj:n ostotarjouksesta seurasi hyvin kiivaita reaktioita. Ks. muun muassa Ylen uutinen: Uniper sotii Fortumin tarjousta vastaan – nyt osinkoon on luvassa reilu korotus, 7.12.2017.

aktivismista tunnetut rahastot, jotka hankkivat Fortumin tavoittelemasta Uniperistä nopeasti yhteensä 16,28 prosenttia.⁴¹

Ilman lunastusoikeutta julkisessa ostotarjouksessa, jossa päämääränä on kohdeyhtiön täysi omistus, jokaisella osakkeenomistajalla olisi mahdollisuus estää ostotarjouksen toteutuminen kokonaisuudessaan, joten lunastusoikeus vähentää kustannuksia merkittävästi. Tällöin ostotarjouksen tuloksen ratkaisee käytännössä osakkeenomistaja, jolla on korkein hintavaatimus osakkeesta.⁴² Lunastusoikeuden myötä ostotarjouksen tekijä voi kuitenkin lunastaa alle kymmenen prosentin omistuksen pois kohdeyhtiöstä, mikä helpottaa täyden omistuksen hankkimista. Julkiseen ostotarjoukseen liittyvässä osakkeenomistaja-aktivismissa pyritään tavallisesti hankkimaan kohdeyhtiöstä tarpeeksi iso omistusosuus, jotta ostotarjouksen tekijä ei saavuta lunastusoikeuden edellyttämää prosenttiosuutta yhtiön osakkeista ja äänistä. Osakkeenomistaja voi kuitenkin hankkia julkisen ostotarjouksen kohteena olevasta yhtiöstä myös isomman kuin kymmenen prosentin osuuden. Lunastusrajaan konkretisoituu ostotarjouksen tekijälle täyden omistuksen saavuttaminen ja osakkeenomistaja-aktivismille vähin vaadittu omistusosuus tarjoushinnan korottamisen mahdollistamiseksi.

Tutkimuksella on kaksi päämäärää. Ensimmäinen liittyy siihen, että lunastusoikeudella ja osakkeenomistaja-aktivismilla on tosiasiallinen yhteys julkisessa ostotarjouksessa. Tutkimuksen tarkoituksena on tältä osin selvittää kyseisen yhteyden oikeudellinen ulottuvuus. Lähtökohtana on lunastusoikeutta, erityisesti 90 prosentin lunastusrajan perusteita, koskeva problematiikka suhteessa osakkeenomistaja-aktivismiin julkisen ostotarjouksessa. Tutkimusasetelma on käytännönläheinen, mutta tästä huolimatta lunastusoikeuden sääntelyn tavoitteet sekä toteutuminen suhteessa osakkeenomistaja-aktivismiin sidotaan lunastusoikeuden kannalta olennaisiin osakeyhtiöoikeuden periaatteisiin. Laajemmin aiheella pyritään selventämään tilanteita, jotka liittyvät siihen, miksi julkinen ostotarjous ei aina täysin toteudu, vaikka kohdeyhtiön enemmistö hyväksyisi ostotarjouksen.

⁴¹ Fortum julkisti ostotarjouksen virallisesti marraskuussa 2017. Joulukuun lopussa 2017 Elliot omisti 7,38 prosenttia Uniperin osakkeista, Blackrock 3,8 prosenttia, J. P. Morgan Chase 2 prosenttia, Dimensional Fund Advisors 1,8 prosenttia ja Vanguard 1,3 prosenttia. Uniper: Fortum's takeover offer for Uniper, 2.7.2018, s.10.

⁴² McCahery ym. 2003, s. 71.

Tutkimuksen toinen päämäärä koskee markkinoilla tapahtuvaa jatkuvaa muutosta ja tähän muutokseen vastaamista. Tutkimukseen liittyy tältä osin rajattu de lege ferenda mukainen mielenkiinto siitä, voiko lunastusrajaa alentamalla vaikuttaa osakkeenomistaja-aktiivismin toteutumiseen julkisessa ostotarjouksessa. Tällöin kysymyksenasettelu jakautuu kahteen osaan. Ensin asiassa tarkastellaan sitä, olisiko lunastusrajaa mahdollista alentaa, sekä toiseksi sitä, olisiko lunastusrajan alentamisella vaikutusta osakkeenomistaja-aktiivismin toteutumiseen julkisissa ostotarjouksissa. Asiassa ei oteta kantaa siihen, pitäisikö osakkeenomistaja-aktiivismia rajoittaa esimerkiksi lunastusoikeutta alentamalla, vaan ainoastaan siihen, onko se mahdollista ja oikeudellisesti tarkoituksenmukaista, ja jos näin on, niin missä määrin.

Tutkimuksessa korostuu osakkeenomistajien näkökulma, sillä kysymyksenasettelun taustalla vaikuttaa yhtiöoikeuden toinen agentuuriongelma, intressiriita enemmistöosakkeenomistajien (ensin ostotarjouksen tekijä) ja vähemmistöosakkeenomistajien välillä.⁴³ Käsittelyssä on erityisesti vähemmistön oikeudet ja osakkeenomistajien intressit suhteessa taloudelliseen tehokkuuteen. Kokonaisuudessaan tutkimuksessa tarkastellaan sitä, mikä merkitys OYL 18 luvun mukaisella lunastusoikeudella on julkisissa ostotarjouksissa ja miten se vaikuttaa osakkeenomistaja-aktiivismin toteutumiseen.

Tutkimuksen toteuttamiseksi tutkielmalle asianmukaisessa mitassa on tehtävä muutamia merkittäviä rajauksia ja määritelmiä. Ensinnäkin, OYL 18:1 §:ssä säädetään sekä lunastusoikeudesta että lunastusvelvollisuudesta. Lunastusoikeus- ja velvollisuus ovat toistensa peilikuvat, mutta niillä on jossain määrin erilainen tarkoitus. Tutkimuksessa keskitytään pääasiassa lunastusoikeuteen, mutta läheisen aineellisoikeudellisen yhteyden takia lunastusvelvollisuutta käsitellään välillä lunastusoikeuteen liittyvän problematiikan tukemiseksi. Aiheen rajaus tulee tässä pitkälti käytännöstä, sillä lunastusvelvollisuutta käytetään harvoin julkisen ostotarjouksen jälkeen lunastusoikeuteen verrattuna.⁴⁴ Toinen lunastusoikeuteen liittyvä rajaus koskee kontekstia. Tutkimuksessa keskitytään julkisten

⁴³ Kraakman – Armour – Hansmann 2017, s. 29-30; Vos 2017, s. 4.

⁴⁴ Clerc ym. 2012, s. 88 ja 93. OYL 18:1.1 1:n mukaista lunastusvelvollisuutta ei tule sekoittaa pakolliseen ostotarjoukseen, josta varsinkin vanhemmassa suomalaisessa oikeuskirjallisuudesta käytetään monesti käsitettä lunastusvelvollisuus. Ks. Sillanpää 1994, s. 130-131.

ostotarjouksen jälkeiseen OYL 18 luvun mukaiseen lunastusoikeuteen, eikä tutkimuksessa oteta kantaa lunastukseen muissa konteksteissa tai muodoissa.⁴⁵

Julkiset ostotarjoukset jaetaan perinteisesti kahteen kategoriaan, pakollisiin ja vapaaehtoiisiin ostotarjouksiin, ostotarjouksen syntymisperusteen mukaan.⁴⁶ Lunastusoikeuden osalta ei ole sinällään merkitystä, onko ostotarjous vapaaehtoinen vai pakollinen. Lunastusoikeudella on kuitenkin suurempi merkitys vapaaehtoisten ostotarjousten yhteydessä, sillä niissä voidaan asettaa ehtoja ostotarjouksen toteutumiselle, kuten ehto 90 prosentin omistusosuuden saavuttamiseksi (käytännössä täyden omistuksen saavuttamiseksi lunastusoikeuden takia). Pakollisessa ostotarjouksessa ostotarjouksen tekijä ei voi asettaa 90 prosentin omistusosuusehtoa tarjouksen toteuttamiselle, sillä ostotarjous voi olla ehdollinen vain tarvittavien viranomaislupien saamiselle.⁴⁷ Tutkimuksessa lähtökohdaksi on siis otettu vapaaehtoinen julkinen ostotarjous. Tämä ei automaattisesti sulje pois pakollisia ostotarjouksia, mutta niihin liittyvään problematiikkaan ei syvennytä erikseen. Tutkimuksen ulkopuolelle rajataan myös omien osakkeiden hankkimiseksi tehdyt ostotarjoukset.

Suomessa vapaaehtoiset julkiset ostotarjoukset ovat olleet yleensä ystävämielisiä ostotarjouksia, joihin kohdeyhtiön johto on myös sitoutunut.⁴⁸ Ostotarjouksen tekijä monesti keskustelee yhtiön johdon ja suurimpien osakkeenomistajien kanssa yrityskaupan toteuttamisesta etukäteen.⁴⁹ Tämän takia tutkimuksen lähtökohdaksi otetaan tilanne, jossa kohdeyhtiön merkittävät osakkeenomistajat myyvät osakkeensa ostotarjouksessa tehden ostotarjouksen tekijästä kohdeyhtiön enemmistöosakkeenomistajan. Tutkimuksessa keskitytään lunastusoikeuden käyttöön ja sen vaatimaan 90 prosentin lunastusrajaan, joka on käytännössä mahdoton saavuttaa, jos kohdeyhtiön enemmistö ei tarjoudu myymään osakkeitaan. Kohdeyhtiöllä tarkoitetaan AML:n mukaisesti julkisen ostotarjouksen kohteena olevien arvopaperien liikkeeseenlaskijaa. Kohdeyhtiöt rajataan OYL:n mukaisiin osakeyhtiöihin, joiden liikkeeseen laskemat osakkeet ovat kaupankäynnin kohteena

⁴⁵ OYL 18 luvun vähemmistöosakkeiden lunastamisen lisäksi lunastuksesta säännellään osakeyhtiölaissa sulautumisen (OYL 16:13) ja jakautumisen (OYL 17:13) yhteydessä, vaikutusvallan väärinkäytön yhteydessä (OYL 23:1) sekä lunastuslausekkeen osalta (OYL 3:7).

⁴⁶ Pakollinen ostotarjous tarkoittaa, että osakkeenomistajan, jonka ääniosuus kasvaa yli 30 prosentin tai yli 50 prosentin kohdeyhtiön osakkeiden äänimäärästä (tarjousvelvollisuusraja) sen jälkeen, kun kohdeyhtiön osake on otettu kaupankäynnin kohteeksi säännellylle markkinalle, on tehtävä julkinen ostotarjous kaikista muista kohdeyhtiön liikkeeseen laskemista osakkeista ja niihin oikeuttavista kohdeyhtiön liikkeeseen laskemista arvopapereista (AML 11:19). Vapaaehtoinen ostotarjous ei edellytä aikaisempaa osakeomistusta kohdeyhtiöstä.

⁴⁷ Pönkä 2015a s. 497-498.

⁴⁸ Parkkonen – Knuts 2014, s. 529. Kun kohdeyhtiön johto arvioi potentiaalista ostotarjousta koskevan yhteydenoton olevan vakavasti otettava, johdolla oleva tieto mahdollisesta ostotarjouksesta on sisäpiiritietoa. Parkkonen – Knuts 2014, s. 537.

⁴⁹ Parkkonen – Knuts 2014, s. 529-530 ja 562-563.

säännellyllä markkinalla. Ostotarjouksen tekijää, yhtiön enemmistöosakkeenomistajaa ja lunastusmenettelyn mukaista lunastajaa kohdellaan osapuolien välisen dynamiikan yksinkertaistamiseksi lähtökohtaisesti yhtenä henkilönä.⁵⁰ Tämä kuvastaa myös tutkimuksen esimerkkiasetelmaa.

1.3 Tutkimusmenetelmä ja lähdeaineisto

Oikeustaloustiede on oikeustieteen tutkimussuuntaus, joka on alkujaan perustunut angloamerikkalaiseen ”*law and economics*” tutkimukseen.⁵¹ Oikeustaloustiede on vakiinnuttanut asemansa yhtiö- ja arvopaperimarkkinaoikeutta tutkivassa oikeustieteessä ja myös Suomen nykyinen osakeyhtiölaki perustuu oikeustaloustieteelliseen ajatteluun yhtiöstä.⁵² Mähösen mukaan oikeustaloustieteen rooli lain tulkinnassa saattaa olla niin merkittävä tietyissä tilanteissa, että sen sivuuttamista voidaan pitää jopa virheenä.⁵³

Oikeustaloustiede eroaa lainopillisesta eli oikeusdogmaattisesta tutkimuksesta, jossa tutkimus keskittyy olemassa olevan oikeuden systematisointiin ja tulkintaan.⁵⁴ Lainopin näkökulmasta oikeustaloustieteessä hyödynnetään taloudellista argumentaatiota lain tulkinnassa. Oikeustaloustiede siis mahdollistaa taloudellisen argumentaation tuomisen oikeudellisen argumentaation rinnalle, sillä oikeustaloustiede perustuu siihen oletamaan, että lainsäädännöllä on vaikutus talouden toimintaan.⁵⁵

Taloudelliset argumentit sijoittuvat oikeuslähdeopin mukaan käytännöllisiin argumentteihin, joita kutsutaan myös reaalisiksi argumenteiksi tai seuraamusargumenteiksi.⁵⁶ Aarnio luokittelee oikeuslähteet vahvasti velvoittaviksi, heikosti velvoittaviksi sekä sallituiksi oikeuslähteiksi, joihin kuuluu muun muassa yleiset oikeusperiaatteet, oikeustiede, käytännölliset argumentit, vertailevat argumentit sekä eettiset ja moraaliset argumentit. Aarnion mukaan sallittuihin oikeuslähteisiin voi kuulua myös

⁵⁰ Todellisuudessa vähemmistöosakkeiden lunastaja ei välttämättä ole muodollisesti osakkeenomistaja yhtiössä. Esimerkiksi emoyhtiö, jolla on tytäryhtiöidensä osakeomistuksen johdosta yli yhdeksän kymmenesosaa yhtiön osakkeista ja äänistä, on lunastamiseen oikeutettu ja velvollinen, vaikka ei itse omistaisi osakkeita yhtiössä. HE 109/2005 vp, s. 168-169; Mähönen – Villa 2014, s. 420.

⁵¹ Määttä 2016, s. 23-26. Suomessa oikeustaloustieteen tutkimus yleistyi kunnolla 1990-luvun lopulla, kun vuonna 1997 julkaistiin Seppo Villan, Kalle Määtän ja Pekko Timosen väitöskirjat, joissa kaikissa oli ainakin osin oikeustaloustieteellinen näkökulma.

⁵² Mähönen – Villa 2015, s. 51.

⁵³ Mähönen 2004, s. 60-61. Mähösen mukaan tällaisia tilanteita ovat esimerkiksi yrityskauppojen arviointi sekä olennainen toimintaedellytys -opin arviointi tarkastellessa määräävää markkina-asemaa tai lunastushinnan määräämistä osakeyhtiölain 14 luvun 19 §:n mukaisen vähemmistöosakkeiden lunastuksessa.

⁵⁴ Husa – Mutanen – Pohjalainen 2010, s. 21; Hirvonen 2011, s. 22 ja 24-25.

⁵⁵ Pönkä 2012, s. 70.

⁵⁶ Timonen 1997, s. 108-109; Määttä 2016, s. 67-68.

muita lähteitä, mutta ne eivät saa olla esimerkiksi lain tai hyvän tavan vastaisia lähteitä tai avoimen puoluepoliittisia lähteitä.⁵⁷ Suomen oikeuslähdeoppia pidetään nykyään varsin liberaalina ja joustavana,⁵⁸ ja oikeustaloustiede on tutkimussuuntauksena jo hyvin vakiintunut, joten taloudellisen argumentaation tuominen oikeudellisen argumentaation rinnalle katsottaneen sallituksi. Lainoppi luo kehykset tutkimukselle, mutta oikeustaloustieteellisen kysymyksenasettelun takia tutkimuksen näkökulma laajenee pitkälti myös taloudelliseen argumentaatioon.

Tarkastelen työssäni OYL 18:1 §:n mukaista lunastusoikeutta julkisen ostotarjouksen jälkeisessä kontekstissa osakkeenomistaja-aktivismiin kanssa. Tutkimus on lähtökohtaisesti luonteeltaan *de lege lata* -perusteinen tutkimus, sillä siinä tarkastellaan voimassaolevaa lainsäädäntöä ja sen perusteita suhteessa arvopaperimarkkinoiden todellisuuteen, tässä tapauksessa osakkeenomistaja-aktivismiksi kutsuttuun ilmiöön. Tutkimukseen sisältyy myös rajattu *de lege ferenda* -perusteinen mielenkiinto lunastusrajan alentamisen tarkoituksenmukaisuudesta suhteessa osakkeenomistajaa-aktivismiin. *Määttä* viittaa lain tarkoituksenmukaisuutta analysoivaan oikeustaloustieteelliseen tutkimukseen ”sääntelyteorian”, jonka alle myös tämä tutkimus sisältyy.⁵⁹ Tutkimuksessa ei tehdä laajaa *de lege ferenda* -analyysia lunastuslainsäädännön uudistamisesta.

Aiemmin mainitun Coasen teoreeman avulla voidaan tarkastella sitä, minkälainen sääntely on perustelua markkinoiden toiminnan kannalta.⁶⁰ Transaktiokustannusten teorian näkökulmasta sääntelyn on siis tuotettava tehokkaita ratkaisuja, jotka vähentävät transaktiokustannuksia ja kohdentavat transaktiokustannuksia oikeudenmukaisesti sekä tehokkaammin kuin vapaa markkinamekanismi.⁶¹ Taloudellinen tehokkuus onkin keskeinen käsite oikeustaloustieteellisessä tutkimuksessa.⁶² Oikeustaloustieteessä tehokkuusvaikutusten analyysin lähtökohtina toimivat usein Pareto- tai Kaldor–Hicks-tehokkuudet.⁶³ Kaldor–Hicks-tehokkuuden mukaan muutos lisää tehokkuutta, kun kokonaishyöty yhteiskunnassa kasvaa, eli kun muutoksesta seuraava yhteenlaskettu hyöty

⁵⁷ Aarnio 2011, s. 68-69.

⁵⁸ Aarnio 2011, s. 65.

⁵⁹ Määttä 2016, s. 31.

⁶⁰ Mähönen – Villa 2015, s. 151.

⁶¹ Mähönen – Villa 2015, s. 153.

⁶² Ronald Coasen (1910-2013) lisäksi 1960-luvulla oikeussääntöjen taloudellisen tehokkuuden tarkastelua oikeudellisissa tutkimuksissa edisti muun muassa Guido Calabres (1932-). Mähönen 1998, s. 9.

⁶³ Timonen 1997, s. 80; Kisanlahti 2002, s. 80-81; Pönkä 2012, s. 107. Pareto-tehokkuuden määritelmä on nimetty Vilfredo Pareton (1848-1923) mukaan ja Kaldor-Hicksin mukaisen tehokkuuden määritelmä Nicholas Kaldorin (1908-1986) ja John Hicksin (1904-1989) mukaan.

on suurempi kuin siitä muille aiheutuva yhteenlaskettu haitta.⁶⁴ Tällöin tehokkuuden mittarina toimii arvonnousu kokonaisuudessaan. Kaldor–Hicks-tehokkuuden taustalla on ajatus siitä, että arvonnoususta hyötyvät voisivat periaatteessa kompensoida muutoksesta muille aiheutunutta haittaa.⁶⁵ Sen sijaan Pareto-tehokkuuden mukaan tehokkuus lisääntyy, jos ainakin yksi osapuoli hyötyy ilman että muille osapuolille aiheutuu muutoksesta haittaa. Edellytys on Kaldor–Hicks-tehokkuutta paljon ankarampi, minkä takia se antaa usein kielteisen vastauksen siihen kysymykseen, tulisiko joku muutos toteuttaa.⁶⁶

Lain tarkoituksenmukaisuutta voidaan tarkastella suhteessa lain tavoitteisiin ja tosiasialliseen toteutumiseen. Lain tarkoituksen selvittämisen lähtökohdaksi tutkimuksessa otetaan lain esityöt. *Syrjänen* pitää lain esitöihin turvautumista ”kaksiteräisenä miekkana”, sillä vaikka ne voivat antaa lain tulkitsijalle hyvin selviä vastauksia, lain perustelut eivät ole demokraattisen päätöksenteon tulosta ja olosuhteet lain säätämisen jälkeen voivat olla oleellisesti muuttuneet.⁶⁷ Lain esityöt ovat kuitenkin merkittävä oikeuslähde ja yleensä ensisijainen lähde lainsäätäjän tavoitteiden selvittämiseen.

Tutkimuksessa EU-oikeutta käsitellään siinä määrin kuin se on Suomen oikeuden hahmottamisen kannalta olennaista, lähinnä ostotarjousdirektiivin arvioimisen yhteydessä. EU-oikeuden osalta lainsäädännön tavoitteiden tulkittamiseen suhtaudutaan yleensä eri tavalla kuin kansallisessa oikeudessa. EU-oikeuden tulkinnassa on käytetty monia eri tulkintatapoja, joista viimeaikaisessa käytännössä on korostettu teleologista ja dynaamis-evolutiivista tulkintaa, joissa EU-oikeutta tulkitaan huomioon ottaen säännöksen tavoite ja tulkintahetken olosuhteet sekä EU-oikeuden kehitystila.⁶⁸

Toisin kuin Suomessa, EU:ssa oikeuden teleologinen tulkinta ei kuitenkaan kohdistu niinkään lainsäätäjän historiallisen tarkoituksen selvittämiseen vaan säädöksellä tavoitellun päämäärän selvittämiseen.⁶⁹ EU-oikeuden tulkinnassa voidaan kuitenkin käyttää myös historiallista tulkintaa.⁷⁰ EUT:n oikeuskäytännössä on katsottu, että EU-säädösten valmisteluaineistolle ei voida antaa tulkinnassa merkitystä jos ne eivät ole vaikuttaneet EU-

⁶⁴ Mercurio – Medema 1997, s. 59.

⁶⁵ Kaisanlahti 2002, s. 80-81.

⁶⁶ Kaisanlahti 2002, s. 81-82.

⁶⁷ Syrjänen 2012, s. 373.

⁶⁸ Ojanen 2016, s. 51.

⁶⁹ Talus – Penttinen 2015, s. 16.

⁷⁰ Ojanen 2016, s. 51.

säädöksen tekstiin.⁷¹ EU-oikeuden rajallisessa historiallisessa tulkinnassa voidaan siis kuitenkin ottaa huomioon valmisteluasiakirjat, jotka ovat vaikuttaneet säädöksen sanamuotoon.

EU-oikeuteen liittyy läheisesti myös historialliset ja oikeuspoliittiset näkökulmat. EU-oikeus on Suomen oikeusjärjestelmään nähden korostetun poliittista, ja EU:n vaiheittainen integraatio ja sen kohtaamat ongelmat heijastuvat suoraan EU:ssa luotavaan oikeuteen.⁷² Tästä johtuen tutkimuksessa on tarkoituksenmukaista myös lyhyesti kuvata sitä taustaa, jota vasten ostotarjouksia ja lunastusoikeutta koskeva sääntely EU-tasolla on syntynyt.

Arvopaperimarkkinaoikeuden alalta ei perinteisesti juurikaan löydy oikeuskäytäntöä. Yhtiöoikeudellisen lunastusoikeuden käyttämisen yhteydessä kuitenkin säännellään välimiesmenettelystä, jossa annetaan välitystuomio. Välitystuomioihin perustuva oikeuskäytäntö keskittyy erityisesti lunastushinnan määrittämiseen ja lunastuksen toteutumiseen yleensä, mutta lunastusoikeuden lainsäädännöllisiin tavoitteisiin ja tehokkuuteen liittyvä analyysi korostuu enemmän oikeuskirjallisuudessa ja virallisaineistossa.

Suuri osa tutkimuksessa käytetystä oikeuskirjallisuudesta on Suomen oikeuden soveltuvuuden takia suomalaista, mutta ulkomaista kirjallisuutta käytetään osakeyhtiö- ja arvopaperimarkkinaoikeuden yleisteorioiden sekä osakkeenomistaja-aktiivismin hahmottamiseksi. Oikeustaloustieteellistä ja erityisesti taloudelliseen argumentaatioon keskittyvää kirjallisuutta on tutkimuksessa haettu Suomen ja EU:n lisäksi erityisesti Yhdysvalloista. Yhdysvaltoja pidetään modernien arvopaperimarkkinoiden edelläkävijänä ja aiheen oikeustaloustieteellistä tutkimusta korkealaatuisena,⁷³ mistä johtuen Euroopassa tehdyt arvopaperimarkkinoihin liittyvät lainsäädäntöratkaisut ovat usein perua Yhdysvalloista.⁷⁴ Myös ostotarjouksia koskeva oikeus on siellä pitkälle kehittyntä, joten aineistona on myös käytetty yhdysvaltalaista oikeuskirjallisuutta.⁷⁵ Suomen ja Yhdysvaltojen oikeuskulttuurit ovat kuitenkin hyvin erilaisia, joten liityntä koskee lähinnä yleisiä teorioita arvopaperimarkkina- ja osakeyhtiöoikeudesta sekä taloudellista

⁷¹ C-402/03 Skov v. Bilka, kohta 42.

⁷² Esimerkiksi vuoden 2008 finanssikriisin seurauksena luotu EU-sääntely. Ks. lisää Raitio 2016, s. 48-68.

⁷³ Laurila 2001, s. 36.

⁷⁴ Hoppu 2004, s. 17. Vuoden 1929 Wall Streetin pörssiromahduksesta ja sen vaikutuksesta modernin arvopaperimarkkinalainsäädännön syntyyn, ks. Hoppu 2004, s. 15-16.

⁷⁵ Sillanpää 1995, s. 216-217; Palm 2005, s. 283-284.

argumentaatiota. Tässä laajuudessa ulkomainen kirjallisuus on pitkälti hyödynnettävissä, mutta muuten tutkimuksessa suhtaudutaan ulkomaiseen kirjallisuuteen varauksella.

Tutkimuksen käytännönläheisen aiheen vuoksi lähdeaineistoon kuuluu lisäksi arvopaperimarkkinoiden todellisuutta kuvaavia lähteitä. Näihin lähteisiin kuuluu muun muassa arvopaperimarkkinoita koskevat pörssitiedotteet, uutistoimistojen artikkelit ja asianajotoimistojen julkaisut. Näitä lähteitä käytetään kuitenkin ainoastaan selventämään kuvaa arvopaperimarkkinoiden toiminnasta käytännössä.

1.4 Tutkimuksen rakenne

Tutkimus sisältää johdannon, kolme varsinaista käsittelylukua sekä johtopäätökset. Johdannon alussa käsiteltiin julkisen ostotarjouksen tosiasiallista kontekstia yrityskaupan toteuttamisessa. Johdannon jälkeen ensimmäisessä käsittelyluvussa 'Julkinen ostotarjouksen jälkeinen lunastusoikeus' pyritään kartoittamaan se oikeudellinen konteksti, jossa lunastusoikeutta tullaan tarkastelemaan ja lunastusoikeuden merkitys julkisessa ostotarjouksessa. Julkinen ostotarjous määrittää lunastusoikeudelle omanlaisensa intressikehikon. Tämän kehikon sisällä lunastusoikeudella on huomattava merkitys osana julkisella ostotarjouksella toteutettavan yrityskaupan oikeudellista prosessia ja kaupan toteutumista. Julkista ostotarjousta arvioidaan itsenäisesti kuitenkin vain siinä määrin kuin se on merkittävää lunastusoikeuden ymmärtämisen kannalta. Isomman kuvan hahmottaminen helpottaa lunastusoikeuden merkityksen analysointia julkisessa ostotarjouksessa suhteessa lunastuksen tavoitteisiin ja osakkeenomistaja-aktivismiin.

Toisessa käsittelyluvussa 'Osakkeenomistaja-aktivismi' tarkastellaan kohdeyhtiön omistusrakennetta, sekä osakkeenomistaja-aktivismia yleisesti ilmiönä ja julkisessa ostotarjouksessa toteutettuna. Kohdeyhtiön omistusrakenteen ymmärtäminen on tärkeää osakkeenomistaja-aktivismiin yhteydessä, sillä kohdeyhtiön muut osakkeenomistajat voivat vaikuttaa osakkeenomistaja-aktivismiin toteutumiseen. Lisäksi on tärkeää ymmärtää kohdeyhtiön olemassa olevien merkittävien osakkeenomistajien asema, jotta se voidaan, huolimatta monista yhteneväisyyksistä, erottaa osakkeenomistaja-aktivismista. Luvussa keskeistä on selvittää minkälaisia intressejä ja oikeudellisia ulottuvuuksia osakkeenomistaja-aktivismiin liittyy, jotta ne voidaan suhteuttaa lunastusoikeuden toteutumisen kanssa.

Lisäksi tutkimuksessa hahmotetaan, mitä osakkeenomistaja-aktivismi tarkoittaa julkisissa ostotarjouksissa.

Kolmannessa käsittelyluvussa 'Lunastusoikeuden tavoitteet' tutkitaan, miksi lunastusoikeudesta säännellään nykyisessä muodossaan ja miten lunastusoikeuden taustalla vaikuttavat intressit suhteutuvat edellisissä luvuissa tarkasteltuihin julkiseen ostotarjoukseen sekä osakkeenomistaja-aktivismiin. Luvussa syvennyttään sääntelyn tavoitteisiin ja lainsäädännölliseen toteutukseen lunastusrajan säätämällä. Samalla kartoitetaan aineksia sille, voisiko lunastusrajan alentamisella vaikuttaa osakkeenomistaja-aktivismiin julkisessa ostotarjouksessa. Lopuksi esitetään tutkimuksen johtopäätökset.

2. JULKISEN OSTOTARJOUKSEN JÄLKEINEN LUNASTUSOIKEUS

2.1 Julkista ostotarjousta koskeva sääntely

Arvopaperimarkkinat ja sen sääntely ovat olennainen osa pääoman tehokasta kohdentumista.⁷⁶ Arvopaperimarkkinaoikeudella on kahtalainen tehtävä. Sillä pyritään sekä varmistamaan arvopaperimarkkinoiden toimivuus, että turvaamaan yksittäisen sijoittajan asema.⁷⁷ Markkinat eivät ole täydelliset, vaan niillä esiintyy häiriötä,⁷⁸ joita julkisvallan interventioilla, oikeudellisella sääntelyllä, pyritään estämään.⁷⁹ Markkinoiden tehokkuuden tukeminen onkin arvopaperimarkkinoiden keskeisimpiä tehtäviä.⁸⁰ Toisaalta sääntelyllä pyritään myös lisäämään luottamusta markkinoiden toimintaa kohtaan suojaamalla sijoittajan oikeuksia.⁸¹ Markkinoiden sääntelyllä valtio vaikuttaa yleisen edun nimissä myös yhtiöiden ja kuluttajien käyttäytymiseen.⁸²

Kansallisesti julkisista ostotarjouksista säännellään arvopaperimarkkinalain (746/2012) 11 luvussa. Tammikuussa 2013 voimaan tulleen AML:n sääntelyn tavoitteina on selkeyttää arvopaperimarkkinalainsäädäntöä, parantaa sijoittajien oikeusturvaa, tehostaa arvopaperimarkkinoiden valvontaa, selkeyttää listayhtiönä toimimiseen liittyvää sääntelykokonaisuutta sekä edistää suomalaisten yhtiöiden listautumishalua.⁸³ Edellinen arvopaperimarkkinalaki oli monien uudistusten ja EU-säännösten jäljiltä muodostunut pirstaleiseksi ja vaikeaselkoiseksi, joten uudistus katsottiin tarpeelliseksi.⁸⁴ Nykyinen arvopaperimarkkinalaki soveltuu pääasiassa pörssiyhtiöihin ja sillä säännellään muun muassa arvopaperien yleiseen liikkeeseen saattamisesta, julkisista ostotarjouksista sekä arvopaperimarkkinoiden väärinkäytön estämisestä ja valvonnasta. AML:n yleisiin periaatteisiin kuuluvat kielto menetellä hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaisesti (AML

⁷⁶ Hoppu 2004, s. 24-25.

⁷⁷ Sillanpää 1995, s. 217.

⁷⁸ Markkinoilla esiintyy häiriötä muun muassa epätäydellisen informaation takia. Timonen 1997, s. 33.

⁷⁹ Määttä 2016, s.33. Pitkään taloustieteen keskiössä ollut neoklassinen taloustiede perustui sen sijaan ideaan vapaasti toimivista markkinoista, jotka ovat aina tasapainossa. Tällöin julkisen vallan tulisi puuttua markkinoiden toimintaan mahdollisimman vähän. Muun muassa Chicagon koulukunta perustaa ajattelunsa neoklassiselle ajattelulle markkinoista. Timonen 1997, s. 33.

⁸⁰ Sillanpää 1995, s. 215; HE 32/2012 vp, s. 61.

⁸¹ HE 32/2012 vp, s. 61. Luottamus markkinoihin lisää sijoittajia, joten oikeudellisilla säännöillä pyritään takaamaan uskottavat ja oikeudenmukaiset markkinat. Markkinoiden tehokkuus edellyttää luottamusta markkinoilla. Sillanpää 1995, s. 215 ja 217.

⁸² Kuula 2013, s. 33.

⁸³ HE 32/2012 vp, s. 9-10.

⁸⁴ HE 32/2012 vp, s. 9.

1:2), kielto antaa totuudenvastaisia ja harhaanjohtavia tietoja (AML 1:3) sekä riittävien tietojen tasapuolinen saatavilla pitäminen (AML 1:4).

AML:n 11 luku perustuu ostotarjousdirektiiviin.⁸⁵ Ostotarjousdirektiivillä on harmonisoitu julkisia ostotarjouksia koskeva menettely EU:ssa. Vuonna 2004 voimaan tullessa direktiivissä määritellään julkisia ostotarjouksia koskevat vähimmäisvaatimukset, mutta jätetään kansalliselle lainsäätäjälle päätösvaltaa yksityiskohtaisempien ja mahdollisesti ankarampien sääntöjen antamiseksi. Lisäksi kansallisille viranomaisille, Suomessa valtiovarainministeriölle ja Finanssivalvonnalle, on annettu toimivaltaa tietyissä ostotarjouksia koskevissa kysymyksissä. Itsesääntelyn osalta merkittävä taho Suomessa on Arvopaperimarkkinayhdistys ry ja sen yhteydessä toimiva ostotarjouslautakunta. Seuraavaksi käydään lyhyesti läpi ostotarjouksia koskevan sääntelyn olennainen sisältö.

AML:n luvussa 11 säännellään sekä vapaaehtoista että pakollista ostotarjousta koskevasta ostotarjousmenettelystä ja niissä noudatettavista periaatteista sekä muun muassa tarjouksen hinnoittelusta. AML:ssa ei määritellä julkisen ostotarjouksen käsitettä, mutta lain perusteluissa todetaan, että julkiseksi ostotarjoukseksi katsotaan esimerkiksi tiedotusvälineissä, internetsivuilla tai kirjeitse tehty tarjous ostaa säännellyllä markkinalla kaupankäynnin kohteena olevia osakkeita tai niihin oikeuttavia arvopapereita.⁸⁶ Julkinen ostotarjous vaikuttaa yleensä positiivisesti kohdeyhtiön osakkeen markkinahintaan, eli ostotarjouksella on vaikutus markkinoiden käyttäytymiseen, mistä johtuen ostotarjouksia säännellään ja ostotarjouksen tekijän täytyy myös sitoutua säädettyyn ostotarjousprosessiin tarjouksen tehtyään.⁸⁷ Julkisen ostotarjouksen ulkopuolelle jäävät tilanteet, joissa tarjous tehdään hyvin suppealle ennalta määritellylle joukolle. Perustelujen mukaan tällaisissa tilanteissa tarjouksentekijällä olisi todellisuudessa mahdollisuus neuvotella kaupan ehdoista myyjien kanssaan erikseen.⁸⁸ Julkisen ostotarjouksen merkitys korostuu tilanteissa, joissa yhtiön osakeomistus on hyvin hajaantunut, minkä takia olisi käytännössä hyvin kallista ja työlästä hankkia kohdeyhtiön osakkeet ilman julkista ostotarjousta.

⁸⁵ Parkkonen – Knuts 2014, s. 473. Euroopan Parlamentin ja neuvoston direktiivi 2004/25/EY, annettu 21 päivänä huhtikuuta 2004, julkisista ostotarjouksista.

⁸⁶ HE 32/2012 vp, s. 135. Osakkeisiin rinnastetaan tässä yhteydessä talletustodistukset. Osakkeisiin oikeuttavia arvopapereita taas ovat arvopaperit, jotka voi vaihtaa kohdeyhtiön osakkeiksi, esimerkiksi vaihtovelkakirjat. HE 6/2006, s. 33; Häyrynen – Kajala 2013, s. 296; Parkkonen – Knuts 2014, s. 480-481.

⁸⁷ Parkkonen – Knuts 2014, s. 481 ja 566. Julkinen ostotarjous edellyttää erityistä sääntelyä myös siitä syystä, etteivät ostotarjouksen tekijä ja kohde ole suorassa neuvotteluyhteydessä keskenään. Sillanpää 1994, s. 10; Sillanpää 1995, s. 216.

⁸⁸ HE 32/2012 vp, s. 135.

Julkiset ostotarjoukset ovat merkittäviä tapahtumia niin ostotarjouksen tekijälle ja kohdeyhtiölle kuin markkinoille kokonaisuudessaan. Julkinen ostotarjous on aina häiriö yhtiön normaalille toiminnalle ja sellaisenaan vie resursseja, jotka voitaisiin muuten suunnata liiketoimintaan.⁸⁹ Ostotarjoussääntelyllä pyritäänkin vastaamaan ostotarjouksessa eteen tuleviin haasteisiin. Esimerkiksi koska ostotarjous on poikkeustilanne ostotarjouksen tekijän ja kohdeyhtiön tavallisesta liiketoiminnasta, ostotarjouksen ajallista kestoa rajoitetaan lainsäädännöllä.⁹⁰ Ostotarjouksen dynamiikkaa myös helpotetaan sääntelemällä ostotarjouksen tekijän eli ostajan ja osakkeenomistajan eli myyjän välisestä informaatiotasapainosta. Julkisessa ostotarjouksessa on ostajan ja myyjän lisäksi myös kolmas osapuoli, kohdeyhtiö omana itsenäisenä yhtiönään hallituksen johtamana, joten myös kohdeyhtiön roolia säännellään.⁹¹ Lisäksi olosuhteet ostotarjousprosessin keston aikana voivat muuttua, mikä voi luonnollisesti myös vaikuttaa ostotarjouksen tekijän intresseihin, joten lainsäädännössä on säädetty ostotarjouksen tekijää velvoittavasta ostotarjouksen edistämisvelvollisuudesta.⁹² Julkisten ostotarjousten sääntelyllä myös edistetään sijoittajien luottamusta arvopaperimarkkinoiden toimintaan esimerkiksi turvaamalla sijoittajien tiedonsaanti ja keskinäinen tasavertaisuus.⁹³

AML:n mukaisia ostotarjouksessa noudatettavia erityisiä yleisiä periaatteita ovat tasapuolisen kohtelun periaate (AML 11:7) sekä velvollisuus edistää ostotarjouksen toteutumista (AML 11:8). Tasapuolisen kohtelun vaatimuksesta seuraa muun muassa korostusvelvollisuus,⁹⁴ mikä tarkoittaa sitä, että jos ostotarjouksen tekijä vapaaehtoisesti ostotarjouksen julkistamisen jälkeen, mutta ennen tarjousajan päättymistä, hankkii kohdeyhtiön arvopapereita tarjousehtoja paremmin ehdoin, ostotarjouksen tekijän on muutettava tarjoustaan vastaamaan tätä paremmin ehdoin tapahtunutta hankintaa. Samaan ideaan liittyy myös hyvitysvelvollisuus, jonka mukaan, jos ostotarjouksen tekijä yhdeksän kuukauden kuluessa tarjousajan päättymisestä hankkii kohdeyhtiön arvopapereita tarjousehtoja paremmin ehdoin, ostotarjouksen jo hyväksyneille tulee hyvittää paremmin ehdoin tapahtuneen hankinnan ja ostotarjouksessa tarjotun vastikkeen välinen ero.

⁸⁹ Ostotarjouskoodi, s. 37; Parkkonen – Knuts 2014, s. 566.

⁹⁰ Parkkonen – Knuts 2014, s. 490.

⁹¹ Parkkonen – Knuts 2014, s. 467-468.

⁹² Parkkonen – Knuts 2014, s. 490.

⁹³ Häyrynen – Kajala 2013, s. 291.

⁹⁴ Mähönen – Villa 2012, s. 696.

Hyvitysvelvollisuuden sisältö ilmentää hyvin ostotarjouksen sääntelyn suhdetta sitä ympäröivään todellisuuteen, sillä lain perusteluissa todetaan, että koska onnistunutta ostotarjousta usein seuraa lunastusoikeuden käyttäminen, ilman hyvitysvelvollisuutta kohdeyhtiön osakkeenomistajat voisivat jättää osakkeensa myymättä odottaen myöhemmin parempaa tarjousta. Tämä puolestaan voisi haitata tehokkaiden yritysostomarkkinoiden toimintaa.⁹⁵ Toisaalta, jos lunastusmenettelyn seurauksena välitystuomiossa määrätään lunastajan maksettavaksi kohdeyhtiön arvopapereista tarjousvastiketta korkeampi hinta, hyvitysvelvollisuus ei voida soveltaa, jos ostotarjouksen tekijä ei ollut tarjoutunut ostamaan arvopapereita paremmin ehdoin ennen välitysmenettelyä tai sen kuluessa. Ilman tätä poikkeusta ostotarjouksen tekijän olisi mahdoton arvioida ostotarjouksesta aiheutuvia kustannuksia.⁹⁶

Osa julkisia ostotarjouksia koskevasta lainsäädäntövallasta on delegoitu valtionvarainministeriölle, jolla on oikeus säätää asetuksella tarjousasiakirjan sisällöstä ja julkistamisesta sekä tarjousasiakirjan sisällöstä tehtävistä poikkeuksista. Valtiovarainministeriö voi myös antaa yksityiskohtaisempaa sääntelyä toimivaltaisen viranomaisen ETA-valtiossa hyväksymän tarjousasiakirjan tunnustamismenettelystä, kääntämisestä suomeksi tai ruotsiksi sekä siinä esitettävistä lisätiedoista.

Merkittävä käytännön asema ostotarjousprosessissa on Finanssivalvonnalla, jolla on toimivalta valvoa arvopaperimarkkinalain ja siten julkisia ostotarjouksia koskevien säännösten noudattamista. Finanssivalvonnalla on myös oikeus valvoa ostotarjouksen osapuolia ja asettaa heille tiettyjen julkista ostotarjousta koskevien velvoitteiden laiminlyönnistä tai rikkomisesta hallinnollisia seuraamuksia kuten seuraamusmaksun (AML 15:2 §, FivaL 40 §). Finanssivalvonnalla on lisäksi määräyksenantovaltuus tietyistä tarkentavista perusteista, kuten yksissä tuumin toimivien henkilöiden määrittämisestä. Finanssivalvonnalla ei kuitenkaan ole toimivaltaa tulkita osakeyhtiölakia ja tältä osin sääntelyssä korostuu itsesääntelyn merkitys.⁹⁷ Vaikka julkiset ostotarjoukset ovat lähtökohtaisesti arvopaperimarkkinaoikeudellinen instituutio, niihin voi liittyä myös yhtiöoikeudellisia kysymyksiä, kuten lunastusmenettelyn toteuttaminen, sekä myös sopimusoikeudellisia elementtejä kuten yhdistymissopimuksen tekeminen.

⁹⁵ HE 6/2006 vp, s. 50.

⁹⁶ Häyrynen – Kajala 2013, s. 378.

⁹⁷ Häyrynen – Kajala 2013, s. 293.

Ostotarjoustilanteet vaihtelevat paljon, minkä takia itsesääntelynormien käyttö on tehokasta.⁹⁸ AML:n mukaan pörssiyhtiön on kuuluttava riippumattomaan, elinkeinoelämää laajasti edustavaan Suomessa perustettuun toimielimeen, joka on antanut hyvän arvopaperimarkkinatavan noudattamisen edistämiseksi suosituksen julkisissa ostotarjouksissa noudatettavista menettelytavoista. Tällainen toimielin on Arvopaperimarkkinayhdistys ry, joka on julkaissut Ostotarjouskoodin julkisissa ostotarjouksissa noudatettavista menettelyistä, ja joka ylläpitää ostotarjouslautakuntaa, joka antaa ratkaisusuosituksia julkisissa ostotarjouksissa noudatettavista menettelytavoista.⁹⁹ Itsesääntelyyn kuuluu, että pörssiyhtiöiden tulee myös ilmoittaa julkisen ostotarjouksen valmistelusta tietyssä vaiheessa Helsingin pörssille.¹⁰⁰

Kokonaisuudessaan ostotarjoussääntely on hyvin kattavaa, ja varsinkin suosituksien osalta erittäin yksityiskohtaista. Ostotarjous vie yleensä huomattavia resursseja, mutta kattava sääntöihin ja suosituksiin perustuva sääntely vähentää ostotarjousmenettelyyn yhtiöille liittyviä riskejä. Toisaalta markkinoiden itsesääntely myös mahdollistaa nopeamman reagoinnin markkinakäytäntöjen muutoksiin ja laajemman jouston ostotarjoustilanteiden moninaisuuden osalta. Samalla lainsäädäntö ja yleiset periaatteet turvaavat ostotarjousmenettelyn lähtökohdat ja osapuolien oikeudet.

2.2 Yhteys lunastusoikeuteen

2.2.1 Lunastusoikeus onnistuneen ostotarjouksen päätöksenä

Lunastusmenettely on yleensä yrityksen ostamisprosessin viimeinen vaihe.¹⁰¹ Julkisen ostotarjouksen ei välttämättä tarvitse koskea kohdeyhtiön kaikkia osakkeita, mutta julkisen ostotarjouksen prototyyppinä pidetään tilannetta, jossa tarjouksentekijä pyrkii kohdeyhtiön täydelliseen oikeudelliseen haltuunottoon.¹⁰² *Parkkosen* ja *Knutsin* mielestä markkinoiden näkökulmasta julkinen ostotarjous onkin usein päätepiste pörssiyhtiön elämän kiertokulussa,

⁹⁸ Sillanpää 1995, s. 215. Sillanpään mukaan arvopaperimarkkinasääntelyllä tulee turvata markkinoiden mahdollisimman vapaa toiminta.

⁹⁹ Ks. lisää ostotarjouslautakunnasta www.cgfinland.fi/ostotarjouslautakunta.

¹⁰⁰ Helsingin pörssin säännöissä määrätään tiedoista, joita pörssiyhtiön on annettava pörssille, kun on perusteltua syytä olettaa, että julkisen ostotarjouksen toteuttamiseksi tehdyt valmistelut tulevat johtamaan ostotarjouksen tekemiseen. Pörssi käyttää tätä tietoa kaupankäynnin valvontaan esimerkiksi sisäpiirikaupankäynnin estämiseksi. Pörssin säännöt 2019, s. 47-48.

¹⁰¹ Kisanlahti 2007, s. 168.

¹⁰² Häyrynen – Kajala 2013 s. 295; Parkkonen – Knuts 2014, s. 466.

erotuksena pörssilistautumisesta, joka kuvaa kiertokulun alkua.¹⁰³ Näkemys julkisesta ostotarjouksesta pörssiyhtiön elämän päätepisteenä kuvastaa hyvin sitä olettaa, että julkisella ostotarjouksella halutaan lähtökohtaisesti saavuttaa kohdeyhtiön täydellinen omistus. Täydellä omistuksella on myös suurempi arvo kuin enemmistöomistuksella.¹⁰⁴ Se esimerkiksi helpottaa ostotarjouksesta aiheutuneiden kustannusten korvaamista sekä kohdeyhtiön strategian ja johdon yhdistämistä uuden emoyhtiön tai konsernin vastaaviin; sen avulla voi myös välttää vähemmistöstä aiheutuvia kustannuksia ja riskejä sekä muuttaa yhtiön yksityiseksi osakeyhtiöksi ja näin välttää pörssiyhtiön velvoitteista aiheutuvat kustannukset.¹⁰⁵

Käytännössä täyden omistuksen saavuttaminen pelkästään julkisen ostotarjouksen perusteella saattaa olla kuitenkin lähes mahdotonta, sillä yhtiön kaikkia osakkeenomistajia ei välttämättä ole edes tiedossa. Tämän seurauksena ostotarjouksen tekijä pyrkii ostotarjouksen jälkeen saamaan kohdeyhtiön mahdollisimman nopeasti täyteen omistukseensa.¹⁰⁶ Lunastusoikeudella on keskeinen merkitys julkisen ostotarjouksen jälkeen, koska sillä pyritään kuromaan kiinni jäljelle jääneiden osakkeenomistajien omistusosuutta kiinni. Ilman lunastusoikeutta tämä olisi osassa tilanteita lähes mahdotonta.

Vapaaehtoiset ostotarjoukset ovat yleensä ehdollisia.¹⁰⁷ Hyvin tyypillinen ehto tarjouksessa on, että ostotarjouksen tekijä toteuttaa ostotarjouksen ainoastaan, jos riittävä osuus osakkeenomistajista hyväksyy tarjouksen.¹⁰⁸ Esimerkiksi mikäli ostotarjouksella ei saavuteta OYL:n lunastusmenettelyn aloittamisen mahdollistavaa 90 prosentin osuutta yhtiön kaikista osakkeista ja äänistä, tarjousta ei toteuteta. Tarjous voi sisältää myös muun suuruisia omistusosuuden edellytyksiä, kuten yli 67 prosenttia yhtiön osakkeista ja äänistä, jonka turvin ostotarjouksen tekijä pystyy jo käyttämään määräenemmistön tuomaa päätösvaltaa osakeyhtiössä. Taulukko 1 mukaan suurin osa Suomessa julkistetuista vapaaehtoisista ostotarjouksista koskevista tarjousasiakirjoista sisältää 90 prosentin omistusosuutta koskevan ehdon.¹⁰⁹

¹⁰³ Parkkonen – Knuts 2014, s. 466.

¹⁰⁴ Van der Elst – Van den Steen 2006, s. 9.

¹⁰⁵ Van der Elst – Van den Steen 2006, s. 9; Clerc ym. 2012, s. 192-193.

¹⁰⁶ Taivalkoski 1998, s. 984; Nuolima 2004, s. 251; Van der Elst – Van den Steen 2009, s. 434.

¹⁰⁷ Parkkonen – Knuts 2014, s. 581.

¹⁰⁸ Ostotarjouskoodi, s. 41; Parkkonen – Knuts 2014, s. 583.

¹⁰⁹ Taulukko 1 mukaiset tiedot on koottu Finanssivalvonnan ylläpitämästä esiterekisteristä. Esiterekisterissä julkaistaan Finanssivalvonnan hyväksymät, arvopaperitarjouksista ja arvopaperien listaamisista julkistettut esitteet ja tarjousasiakirjat. Rekisterissä on myös tiedot esitteistä, jotka ETA-alueella toimiva toimivaltainen viranomainen on hyväksynyt ja jotka on ilmoitettu Finanssivalvonnan. Taulukkoon on kootut tiedot yritysjärjestelyistä, jotka Finanssivalvonta luokittelee rekisterissä

Vuosi	Kaikki ostotarjoukset	Vapaaehtoiset ostotarjoukset muista kuin yhtiön omista osakkeista	Omistusosuusehto 90%	Muu omistusosuusehto
2019	5	1	1	
2018	5	5	5	
2017	4	4	4	
2016	3	3	2	1 (yli 67% osakkeista)
2015	4	2	1	
2014	7	5	4	

Taulukko 1. Ostotarjoukset Suomessa vuosina 2014-2019.

Ehto antaa viitteen ostotarjouksen tekijän intresseistä ostotarjouksen suhteen, eli tavoitteleeeko ostotarjouksen tekijä koko yhtiön haltuunottoa vai riittääkö kohdeyhtiön osittainen kontrolli, ja jos, niin kuinka suuri kontrolli. Ostotarjouksen tekijä kuitenkin yleensä pitää itsellään mahdollisuuden ostotarjouksen toteuttamiseen riippumatta tarjousasiakirjassa määriteltyjen edellytysten toteutumisesta.¹¹⁰ Tällöin ostotarjouksen hyväksyneet kohdeyhtiön osakkeenomistajat voivat perua hyväksymisensä ostotarjouksen voimassaoloaikana, kunnes ostotarjouksen tekijä on julkistanut kaikkien ostotarjouksen ehtojen täyttyneen tai luopuneensa vaatimasta niiden täyttymistä.¹¹¹

Lunastusehtojen määrä ei kuitenkaan kerro sitä, kuinka suuri osa jättää ehdon käyttämättä. Ehdon yleisen käytön takia se on miltei vakio tarjousasiakirjassa, jos tarkoituksena on hankkia kohdeyhtiön kaikki osakkeet. Ostotarjouksen tekijä saattaa silti toteuttaa ostotarjouksen, vaikka 90 prosentin ehto ei täytyisikään. Se kuitenkin edustaa sitä tavoitetta ja päämäärää, johon ostotarjouksella pyritään. Ehdolla pyritään varmistamaan ostotarjouksen tekijän intressien toteutuminen eli kohdeyhtiön haltuunotto sekä turvata mahdollisuus olla toteuttamatta ostotarjousta, jos haltuunotto ei tulisi toteutumaan kokonaan.

Ostotarjoukselle asetettujen ehtojen voi kuitenkin nähdä olevan jossain määrin ristiriidassa ostotarjouksen tekijän ostotarjouksen edistämistä koskevan velvollisuuden kanssa.¹¹²

ostotarjouksiksi, erotteluna esimerkiksi sulautumisesta tai vaihtotarjouksesta. Taulukko on laadittu 7.10.2019, joten siinä ei ole huomioitu tämän jälkeen vuonna 2019 mahdollisesti ilmoitettuja julkisia ostotarjouksia.

¹¹⁰ Ostotarjouksen tekijän tulee kuitenkin ilmoittaa ilman aiheutonta viivytystä siitä, että ostotarjouksen tekijä luopuu ehdon täyttymisestä tai että ehto on täytynyt (AML 11:15).

¹¹¹ Säännöksellä kohtuullistetaan ostotarjouksen tekijän laajaa oikeutta luopua asettamistaan ehdoista tai muuttaa niitä sen takia, että olosuhteet ostotarjouksen aikana voivat muuttua. Häyrynen – Kajala 2013, s. 346.

¹¹² Edistämisperiaatteella turvataan markkinoiden tehokasta toimintaa ja rajataan kohdeyhtiölle ostotarjouksen takia aiheutuvaa häiriötä. Samalla sen avulla pyritään varmistamaan, että ostotarjoukset tehdään bone fide. Ostotarjouksen

AML:n esitöiden mukaan tarjousta ei tarvitse toteuttaa, jos joskin toteuttamiselle asetettu ehto ei täyty ja asialla on huomattava merkitys ostotarjouksen tekijälle yritysoston kannalta. Ehdot eivät kuitenkaan saa olla sellaisia, että tarjouksen toteuttaminen on tosiasiaassa ostotarjouksen tekijän vapaassa harkinnassa, eikä niiden täyttymättä jääminen saa johtua ostotarjouksen tekijän omasta toiminnasta.¹¹³ Edistämisvelvollisuuden vastaista on myös vedota yritystarkastusta (due diligence) koskevaan ehtoon, jos asia perustellaan seikalla, joka on ollut riittävän yksityiskohtaisesti ostotarjouksen tekijän tiedossa jo ostotarjousta julkistettaessa.¹¹⁴ Ehdot eivät myöskään saa olla esimerkiksi tasapuolisen kohtelun periaatteen vastaisia.¹¹⁵

2.2.2 Tarjouksen tekijän muut vaihtoehdot

Lunastusoikeuden merkitystä osana onnistunutta julkista ostotarjousta korostaa myös se, että samanlaiseen lopputulokseen voi olla hankala päästä muulla tavalla. Menestyneessä ostotarjouksessa lopputuloksena on, että ostotarjouksen tekijä on saanut kohdeyhtiön kokonaan hallintaansa ja kohdeyhtiön edelliset osakkeenomistajat eivät ole enää osakkeenomistajina yhtiössä.

Julkiselle ostotarjoukselle ja lunastusoikeudelle vaihtoehtoiseksi tavaksi saavuttaa 100 prosentin omistus yhtiössä on esitetty käteisfuusiota.¹¹⁶ Käteisfuusio sulautumisen muotona käytännössä laskee lunastusoikeuden rajaa. OYL 16 luvun mukaista sulautumista koskeva yhtiökokouksen päätös sulautumisesta tulee tehdä OYL 5 luvun 27 §:ssä tarkoitetulla 2/3 määräenemmistöllä. Tällöin sulautuminen voitaisiin toteuttaa määräenemmistöllä OYL 18 luvun lunastusoikeuden vaatiman 9/10 enemmistön sijaan.

Käteisfuusion oikeustila on kuitenkin Suomen oikeusjärjestelmässä epäselvä.¹¹⁷ Toisin kuin ostotarjouksessa, lähtökohta sulautumisessa on, että sulautuvan yhtiön osakkeenomistajat saavat vastaanottavan yhtiön osakkeita ja voivat jatkaa vastaanottavan yhtiön osakkeenomistajina.¹¹⁸ OYL sallii rahan tai muun omaisuuden käytön sulautumisen

edistämisperiaate liittyy myös AML:n laajempaan periaatteeseen hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaisuudesta. Parkkonen – Knuts 2014, s. 490-491.

¹¹³ HE 32/2012 vp, s.139. Ristiriita tuli esiin ostotarjouslautakuntaa edeltäneen Yrityskauppalautakunnan suosituksessa YKL 2009/01, jonka perusteella asiaa täsmennettiin AML:n uudistuksessa vuonna 2012.

¹¹⁴ MOK 9/2013, s. 10.

¹¹⁵ Häyrynen – Kajala 2013, s. 344; Parkkonen – Knuts 2014, s. 581.

¹¹⁶ Clerc ym. 2012, s. 92-93.

¹¹⁷ Parkkonen – Knuts 2014, s. 584.

¹¹⁸ HE 109/2005 vp, s. 149.

vastikkeena, mutta käytännössä se olisi poikkeus sulautumisen lähtökohdista. Ostotarjouslautakuntaa edeltänyt yrityskauppalautekunta on myös todennut, että fuusiossa voidaan tarjota vastikkeena pelkästään rahaa vain erityisestä syystä.¹¹⁹ Jos vastikkeena annetaan muuta kuin osakkeita, tulee myös ottaa huomioon yhdenvertaisuusperiaate.¹²⁰ Käteisfuusion toteuttamisen hyväksyttävyyden varmistaminen luultavasti edellyttäisi Ostotarjouslautakunnan lausuntoa. Käteisfuusion toteuttamiseen liittyvän oikeudellisen epävarmuuden lisäksi siihen voi liittyä huomattavia veroseuraamuksia.¹²¹ Julkiseen ostotarjoukseen verrattuna se olisi siis työlämpi ja mahdollisesti kalliimpi prosessi. Ilman ennakkotapausta sen tosiasiallinen toteutuminen on myös epävarmaa.

Tämän lisäksi, vaikka käteisfuusio olisi mahdollinen ja toteutettava vaihtoehto, käteisfuusiolla ei välttämättä päästä haluttuun lopputulokseen. Tämä johtuu siitä, että sulautuminen, jossa käytetään vastikkeena rahaa, ei kuitenkaan täysin vastaa julkista ostotarjousta, sillä sulautumisen oikeusvaikutuksena on, että kohdeyhtiön eli sulautuvan yhtiön varat ja velat siirtyvät vastaanottavalle yhtiölle ja sulautuva yhtiö purkautuu. Mikäli ostotarjouksen tekijän on tarkoitus pitää kohdeyhtiö erillisenä osakeyhtiönä, sulautuminen ei vastaa haluttua lopputulosta, vaan sulautumisen jälkeen prosessia pitäisi jatkaa muilla yhtiörakenteen järjestelyillä.

Ostotarjousdirektiivin osalta lunastusoikeutta analysoineessa Winterin kertomuksessa lunastusoikeutta verrattiin myös yhtiön poistamiseen pörssilistalta, sillä kertomuksen mukaan pörssistä poistamista edeltää usein tarjous yhtiössä jäljellä olevista vähemmistöosakkeista.¹²² Suomessa ei kuitenkaan ole erillistä menettelyä yhtiön osakkeiden hankkimiseen niiden poistamiseksi pörssilistalta, vaan siihen soveltuu yleiset yhtiöoikeudelliset säännöt. Winterin kertomuksessa katsottiin lunastusoikeuden olevan tehokkaampi tapa saavuttaa sama lopputulos.¹²³

¹¹⁹ Edilex, uutiset: Itsesääntely tuo avoimuutta arvopaperimarkkinoille, 4.11.2009.

¹²⁰ HE 109/2005 vp, s. 149.

¹²¹ Parkkonen – Knuts 2014, s. 584.

¹²² Winterin kertomus 2002, s. 61.

¹²³ Ibid.

2.3 Lunastusoikeutta koskeva sääntely

2.3.1 Kansallinen sääntely

Osakeyhtiölaissa säädettiin lunastusoikeudesta ensimmäisen kerran vuonna 1978, yli 30 vuotta ostotarjousdirektiiviä aikaisemmin. Kansallisen lunastussääntelyn olemassaolo ennen EU-sääntelyä ei ollut poikkeuksellista, sillä monissa jäsenvaltioissa säädettiin lunastusoikeudesta ennen ostotarjousdirektiivin voimaantuloa, vaikkakin lunastusoikeuden soveltamisala ja ehdot vaihtelivat paljon eri jäsenvaltioiden välillä.¹²⁴ Vuoden 1978 osakeyhtiölaki perustui pitkälti pohjoismaiseen yhteistyöhön.¹²⁵ EOYL olikin monin tavoin yhdenmukainen Ruotsin ja Norjan osakeyhtiölakien kanssa ja säännökset Suomen osakeyhtiölakiin otettiin pitkälti Ruotsista.¹²⁶ Lunastusoikeuden sääntelyn kehitys on myös ollut Pohjoismaissa hyvin samanlaista lukuun ottamatta Norjaa, jossa lunastusoikeus koskee henkilölliseltä soveltamisalaltaan ainoastaan osakeyhtiöiden välisiä lunastuksia.¹²⁷

Vuoden 1978 osakeyhtiölaissa säädetty lunastusoikeus eroaa nykyisestä nimenomaan Norjassa voimassa olevan eroavuuden osalta, sillä EOYL koski ainoastaan konsernissa osakeyhtiönä toimivan emoyhtiön oikeutta lunastaa tytäryhtiön osakkeet sulautumisessa. Emoyhtiöllä tuli olla välittömästi tai välillisesti yli 90 prosenttia tytäryhtiön osakkeista sekä niiden nojalla yli 90 prosenttia yhtiön äänimäärästä.

Lunastusoikeudesta ja lunastusvelvollisuudesta säännellään osakeyhtiölain 18 luvussa. Osakeyhtiölakia sovelletaan lähtökohtaisesti kaikkiin Suomen lain mukaisesti rekisteröityihin osakeyhtiöihin. Modernin yrityksen teorian mukaan osakeyhtiö nykyään ymmärretään yleensä sopimusverkkoajattelun avulla.¹²⁸ Voimassa oleva osakeyhtiölaki perustuu pitkälti tahdonvaltaisuuteen ja sopimusvapauteen, minkä johdosta laki on joustava erilaisille sopimuksenkaltaisille järjestelyille yhtiössä.¹²⁹ Lainsäädäntö määrittää kuitenkin ne reunaehdot, jonka puitteissa yhtiöön liittyvät toimijat voivat solmia yhtiötä koskevia sopimuksia.¹³⁰ Pakottavan sääntelyn kautta määritetään osakeyhtiöinstituution keskeiset

¹²⁴ Winterin kertomus 2002, s. 11.

¹²⁵ HE 27/1977 vp, s. 1.

¹²⁶ Mähönen – Villa 2015, s. 15.

¹²⁷ Pönkä 2015a, s. 577-578.

¹²⁸ Sopimusverkkoajattelu pohjautuu siihen ideaan, että yhtiöoikeus ja sopimusoikeus molemmat perustuvat markkinatalousyhteiskunnassa vallitseviin periaatteisiin ja instituutioihin. Teoria avaa yhtiöön liittyvien toimijoiden välisiä suhteita niiden sopimuksenomaisella hahmottamisella. Mähönen – Villa 2015, s. 43 ja 176-198.

¹²⁹ HE 109/2005 vp, s. 1.

¹³⁰ Mähönen – Villa 2015, s. 126.

mekanismit ja niiden sisältö.¹³¹ Osakeyhtiölakia määrittävät myös periaatteiden korostunut merkitys sääntelyssä sekä osakkeenomistajakeskeinen näkökulma.¹³²

OYL:n mukaisella lunastusoikeudella on suhteellisen laaja soveltamisala. Luvun säännökset soveltuvat kaikkiin tilanteisiin, joissa lunastajan omistus- ja ääniosuus osakeyhtiössä nousevat yli 90 prosentin. Lunastusoikeuden henkilöllinen soveltamisala on laaja ja lunastaja voi olla oikeushenkilön lisäksi myös luonnollinen henkilö. Lisäksi säännös soveltuu sekä kotimaisiin että ulkomaalaisiin lunastajiin ja vähemmistöosakkeenomistajiin OYL:n yleisen soveltamisalan puitteissa.¹³³

OYL:n mukaan lunastusoikeuden syntymistä arvioitaessa lunastajalle katsotaan kuuluvaksi 1. sellaisen yhteisön tai säätiön osakkeet ja äänet, jossa lunastajalla on KPL 1:5:ssä tarkoitettu määräysvalta sekä 2. lunastajan tai kohdassa 1 mainitun yhteisön taikka säätiön yhdessä jonkun toisen kanssa omistamat osakkeet ja niiden tuottamat äänet. Osakkeiden laskeminen kuitenkin eroaa omistusosuuden ja äänimäärän osalta. Osakemäärän laskemisessa osakkeen sisältämien oikeuksien ulottuvuus ei ole merkityksellinen, sillä ainoastaan aineellisella osakeomistuksella on merkitystä.¹³⁴ Tämä tarkoittaa, että esimerkiksi äänivallattomat osakkeet lasketaan myös mukaan. Sen sijaan äänimäärää laskettaessa otetaan huomioon vain äänivaltaiset osakkeet.¹³⁵ Lunastajan ääniä laskettaessa ei oteta huomioon lakiin tai yhtiöjärjestykseen perustuvaa äänestysrajoitusta, eikä yhtiön kokonaisosakemäärässä ja kokonaisäänimäärässä oteta huomioon yhtiölle itselleen tai yhtiön tytäryhteisölle kuuluvia osakkeita ja ääniä. Erityisten oikeuksien asema lunastuksessa määräytyy niitä koskevien ehtojen mukaan.¹³⁶ Mikäli lunastajia on useita, lunastajana pidetään sitä, jolla on välittömimmin osakkeiden ja äänten enemmistö yhtiössä.

Lunastusoikeus toteutuu käytännössä lunastusmenettelyssä. Lunastusoikeuteen ja lunastushintaan liittyvät erimielisyydet ratkaistaan OYL:n 18 luvun mukaisessa välimiesmenettelyssä, elleivät osapuolet ole sopineet toisin.¹³⁷ Kyseessä on luonteeltaan lakisääteinen välimiesmenettely¹³⁸ ja sen on katsottu olevan tärkein lakisääteisen menettelyn

¹³¹ Mähönen – Villa 2015, s. 132.

¹³² Mähönen – Villa 2015, s. 3-4.

¹³³ Pönkä 2015a, s. 578; Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018b, s. 595.

¹³⁴ Pönkä 2015a, s. 581; Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018b, s. 594.

¹³⁵ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018b, s. 594.

¹³⁶ Ibid.

¹³⁷ Mähönen – Villa 2012, s. 715.

¹³⁸ Erotuksena sopimuserusteisesta välimiesmenettelystä. Lakisääteisestä välimiesmenettelystä yleisesti, ks. Havansi, Erkki: Näkökohtia legaalista välimiesmenettelystä. Teoksessa Viljanen, Pekka – Laukkanen, Sakari – Kuula, Heikki –

tyyppi Suomessa.¹³⁹ Lunastusmenettely käynnistyy hakemuksesta, jossa on yksilöitävä lunastusta koskeva vaatimus sekä perusteet vaatimukselle.¹⁴⁰ Keskuskauppakamarin yhteydessä toimii lunastuslautakunta, joka valitsee välimiehet välimiesoikeuteen, joka lopulta päättää lunastusoikeuden olemassaolosta ja lunastushinnasta. Lunastusmenettelyn tultua vireille muutokset OYL 18 luvun 1 pykälän 1 momentin olosuhteissa eivät enää aiheuta lunastusoikeuden tai -velvollisuuden raukeamista. Vähemmistöosakkeenomistajat voivat käyttää menettelyn aikana uskottua miestä, joka valvoo vähemmistön etua menettelyssä. OYL:n lisäksi lunastusmenettelyyn sovelletaan täydentävästi lakia välimiesmenettelystä (967/1992). Keskuskauppakamarista ja lunastuslautakunnasta taas säännellään kauppakamarilaissa (878/2002).

Osake siirtyy lunastajalle lunastushinnan suorittamisella. Poikkeuksena on kuitenkin tilanne, jossa lunastusoikeuden olemassaolo on lainvoimaisesti ratkaistu tai välimiehet pitävät sitä selvänä,¹⁴¹ mutta lunastushinnasta ei ole vielä sovittu tai määrätty. Tällöin osake siirtyy lunastajalle, kun tämä on asettanut vakuuden lunastushinnan maksamisesta ja välimiehet ovat hyväksyneet sen. Lunastushinta vapaaehtoisien ostotarjouksen jälkeen on yleensä julkisessa ostotarjouksessa tarjottu hinta, jollei muuhun ole erityistä syytä. Olettamasta voidaan poiketa erityisestä syystä, johtuen esimerkiksi ostotarjouksen ja lunastusmenettelyn välillä kuluneesta ajasta tai ostotarjouksen kattavuudesta.¹⁴² Välistuomioon tyytymätön asianosainen ja uskottu mies voi hakea muutosta valittamalla Helsingin käräjäoikeuteen.¹⁴³

Ostotarjouksen tekijän on ilmoitettava mahdollisesta aikomuksestaan käyttää osakeyhtiölain mukaista lunastusoikeutta julkisen ostotarjouksen jälkeen jo ostotarjousta koskevassa tarjousasiakirjassa. Ostotarjouksen tulosta koskevassa tiedotteessa on myös ilmoitettava aikomuksensa käynnistää lunastusmenettely tai ostaa markkinoilta lisää kohdeyhtiön arvopapereita. Jos ostotarjouksen tekijä ilmoittaa lunastusmenettelyn käynnistämisestä, lunastusta tulee vaatia ilman aiheetonta viivytystä.¹⁴⁴ Tästä johtuen ostotarjouksen

Ervo, Laura (toim.): Prosessioikeudellisia kysymyksiä. Juhlajulkaisu Antti Jokela 26.1.2005. Turun yliopiston oikeustieteellisen tiedekunnan julkaisuja 2004. s. 47–62.

¹³⁹ Könkkölä – Talonen 2017, s. 616.

¹⁴⁰ Mähönen – Villa 2014, s. 421.

¹⁴¹ Selvä ei tarkoita tässä yhteydessä samaa kuin riidaton, sillä omistusoikeus voidaan siirtää, vaikka lunastus olisi riitautettu. Omistusoikeuden siirtämiseksi riitautuksen tulee kuitenkin olla perusteeton, perusteiden tulee olla mahdottomia, tai asian tulee muuten olla selvä. Mähönen – Villa 2014, s. 424.

¹⁴² Mähönen – Villa 2012, s. 731.

¹⁴³ Välimiesmenettelyssä annettu ratkaisu on yleensä lopullinen, mutta tässä yhteydessä asianosainen tai uskottu mies voi hakea välistuomioon muutosta viimeistään 60 päivän kuluttua välistuomion rekisteröinnistä (OYL 18:6).

¹⁴⁴ Ostotarjouskoodi, s. 42-43.

tarjousasiakirjassa otetaan yleensä jo kantaa lunastusoikeuden käyttämisestä ostotarjouksen toteutuessa.

2.3.2 Ostotarjousdirektiivi

Ostotarjousdirektiivin lunastusoikeutta koskevan 15 artiklan nykyinen muoto vastaa pitkälti Euroopan komission alkuperäistä esitystä lunastusoikeudeksi vuonna 2002, vaikka siihen tehtiin muutamia teknisiä muutoksia Euroopan parlamentin ja Euroopan unionin neuvoston käsittelyissä. Komission ehdotuksen mukaisesti direktiiviin otettiin lunastusmenettely, jonka soveltamisala on rajoitettu tapauksiin, joissa osuus arvopapereista on saatu julkisen ostotarjouksen perusteella. Artiklat olisivat uusia, sillä direktiivin aiemmissa versioissa ei ollut lunastusmenettelyä. OYL 18 luvun mukaisella lunastusoikeudella implementoitiin soveltamisalaltaan paljon suppeampi ostotarjousdirektiivin artiklan 15 kohdan 2 mukainen lunastusoikeus, joka kuuluu seuraavasti:

Jäsenvaltioiden on varmistettava, että tarjouksen tekijä voi vaatia kaikkia jäljellä olevien arvopapereiden haltijoita myymään arvopaperinsa käypään hintaan. Jäsenvaltioiden on otettava käyttöön tämä oikeus jossain seuraavista tapauksista:

- a) tarjouksen tekijän hallussa on arvopapereita, jotka vastaavat vähintään 90 prosenttia kohdeyhtiön äänioikeutetusta pääomasta ja 90 prosenttia äänimäärästä; tai
- b) tarjouksen tekijä on tarjouksen hyväksymisen jälkeen saanut tai sitovasti sopinut hankkivansa arvopapereita, jotka vastaavat vähintään 90 prosenttia kohdeyhtiön äänioikeutetusta pääomasta ja 90 prosenttia tarjoukseen sisältyvästä äänimäärästä.

Edellä a alakohdassa tarkoitetussa tapauksessa jäsenvaltiot voivat vahvistaa korkeamman rajan, joka ei kuitenkaan saa olla yli 95 prosenttia äänioikeutetusta pääomasta eikä yli 95 prosenttia äänimäärästä.

Direktiivissä säädetään samassa yhteydessä lunastusvelvollisuudesta. Artiklan 16 kohdassa 2 säädetään, että jäsenvaltioiden on varmistettava, että jäljellä olevien arvopapereiden haltijat voivat vaatia, että ostotarjouksen tekijä lunastaa heidän arvopaperinsa käypään hintaan 15 artiklan 2 kohdassa säädetyin edellytyksin.

Ostotarjousdirektiivin implementoinnista on huomattava, että vuonna 2004 voimaan tullut ostotarjousdirektiivi implementoitiin Suomessa ensisijaisesti täydentämällä

arvopaperimarkkinalakia.¹⁴⁵ Vuonna 2004 voimassa olleessa osakeyhtiölaissa (734/1978) sekä esityksessä uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi (HE 109/2005 vp, nykyinen OYL) säädettiin kuitenkin jo enemmistön oikeudesta lunastaa vähemmistön osakkeet käypään hintaan, kun enemmistöosakkaalla on 90 prosenttia yhtiön osakkeista ja niiden tuottamista äänistä. Näin ollen ostotarjousdirektiivin lunastusoikeutta ja -velvollisuutta koskevat artikkelit pantiin Suomessa täytäntöön osana OYL:n kokonaisuudistusta.¹⁴⁶

Kansallisella lainsäätäjällä on harkintamarginaali EU-direktiivien kansallisen täytäntöönpanon keinoista ja muodoista. Lunastusoikeutta ja -velvollisuutta koskevien artikloiden sisällön osalta harkintamarginaalin on katsottu olevan hyvin kapea, minkä seurauksena jäsenvaltioiden julkiseen ostotarjoukseen liittyvät lunastusta koskevat säännöt ovat hyvin harmonisoidut.¹⁴⁷ Suomen osakeyhtiölain mukainen lunastusoikeus vastasi kuitenkin jo ostotarjousdirektiivin vaatimuksia, eikä lunastusoikeutta koskevaan momenttiin tullut suuria muutoksia ostotarjousdirektiivin täytäntöönpanon myötä.¹⁴⁸ EU-direktiiviä ei tarvitse implementoida erikseen, jos kansallinen lainsäädäntö täyttää jo direktiivin vaatimukset.¹⁴⁹ Lunastusoikeutta ja -velvollisuutta koskeva osakeyhtiölain 18 luvun 1 pykälän 1 momentti on pysynyt muuttumattomana vuodesta 2006 lähtien.

Osakeyhtiölain 18 luvun 1 pykälän 1 momentin lunastusoikeuden ja ostotarjousdirektiivin 15 artiklan lunastusoikeuden välillä on kuitenkin myös eroja. Ostotarjousdirektiivissä säädetään vain ja ainoastaan julkisista ostotarjouksista ja näin ollen direktiivin mukainen lunastusoikeus on rajattu koskemaan julkisen ostotarjouksen jälkeisiä lunastuksia. OYL:n mukainen lunastusoikeus soveltuu myös muihin kuin julkisen ostotarjouksen jälkeisiin lunastusmenettelyihin, kuten sulautumiseen ja jakautumiseen liittyviin lunastusriitoihin.¹⁵⁰ Julkisen ostotarjouksen jälkeisen lunastusmenettelyn kannalta kyseessä on kuitenkin lähinnä tekninen ero, sillä ostotarjousdirektiivin lunastusmenettely on implementoitu osakeyhtiölakiin. Tällöin eroavuus kuvastaa lähinnä EU-oikeuden harmonisoinnin vaiheittaista etenemistä sekä EU-oikeuden ja kansallisen oikeuden systematisoinnin eroja.

¹⁴⁵ HE 6/2006 vp, s. 24.

¹⁴⁶ HE 6/2006 vp, s. 7.

¹⁴⁷ Pönkä 2015a, s. 510.

¹⁴⁸ Kumotun osakeyhtiölain (734/1978) 14 luvun 19 pykälän 1 momentti kuuluu seuraavasti: *Osakkeenomistajalla, jolla on enemmän kuin yhdeksän kymmenesosaa yhtiön osakkeista ja kaikkien osakkeiden tuottamasta äänimäärästä (lunastaja), on oikeus käyvästä hinnasta lunastaa muiden osakkeenomistajien osakkeet. Osakkeenomistajalla, jonka osake voidaan lunastaa, on oikeus vaatia osakkeensa lunastamista.*

¹⁴⁹ Ojanen 2016, s. 45.

¹⁵⁰ Pönkä 2015b, s. 197.

Direktiiveillä on kuitenkin tulkintavaikutus kansallisen lain soveltamisessa, joten julkisen ostotarjouksen jälkeistä lunastusoikeutta koskevassa tapauksessa jäsenvaltion tuomioistuimen tulisi tulkita kansallista oikeutta direktiivien mukaisella tavalla.¹⁵¹ Tulkintavaikutus korostuu nimenomaan direktiivien kansallisen implementointisäädösten tulkinnassa.¹⁵² EU-tuomioistuin on korostanut vielä, että jäsenvaltioiden tuomioistuimilla on velvollisuus tulkita kansallista oikeutta direktiivin mukaisella tavalla riippumatta siitä, onko kansallinen säännös annettu direktiiviä ennen vai jälkeen.¹⁵³ Tulkintavaikutus koskee kaikkea EU-oikeutta, myös EU:ssa harmonisoitua yhtiöoikeutta ja arvopaperimarkkinaoikeutta, eli esimerkiksi ostotarjousdirektiiviä.¹⁵⁴ Erityinen merkitys tulkintavaikutuksella on direktiivien tulkinnassa.¹⁵⁵ Lisäksi direktiivin yksittäisillä artikloilla voi olla välitöntä vaikutusta julkista valtaa vastaan,¹⁵⁶ ja EU-oikeuden ja kansallisen oikeuden ristiriitatilanteessa EU-oikeudelle voidaan myös antaa etusija.¹⁵⁷

OYL 18 luvun 1 pykälän 1 momentissa sekä ostotarjousdirektiivin artiklassa 15 lunastusoikeuden syntyä koskeva määräosuuksien, lunastusraja, jättää kuitenkin hyvin vähän tulkinnanvaraa. Tulkinnanvaraisuutta on enemmän hinnan määrittämisessä sekä omistus- ja ääniosuuden laskemisessa. Varsinainen lunastusraja on yksiselitteinen pelkästään sanamuodon perusteella. EUT:n oikeuskäytännössä ei ole myöskään otettu kantaa ostotarjousdirektiivin mukaiseen lunastusoikeuteen. Direktiivin mukaista lunastusvelvollisuutta on kuitenkin sivuttu tapauksessa *Audiolux ym.*, jossa kyse oli siitä, onko EU-oikeudessa olemassa yleistä vähemmistöosakkeenomistajien suojelun periaatetta. Tapauksessa EUT katsoi, ettei ostotarjousdirektiivillä ole ollut tarkoitus toteuttaa yleistä vähemmistöosakkeenomistajien suojelun periaatetta, koska sellaista ei ole olemassa, viitaten ostotarjousdirektiivin johdanto-osan perustelukappaleisiin.¹⁵⁸ EU-säädösten johdanto-osiin voidaan kirjoittaa sellaisia tavoitteita, joilla on katsottu olevan painoarvoa säännösten

¹⁵¹ Asia 14/83 Von Colson, kohta 28. Oikeuskäytännöstä lisää ks. mm. Johnston, C-222/84, 15.5.1986, ECLI:EU:C:1986:206 ja Harz v. Deutsche Tradax, C-79/83, 10.4.1984, ECLI:EU:C:1984:155. Kansallisten viranomaisten ei kuitenkaan tarvitse tulkita kansallista lakia vastoin sen sanamuotoa direktiivin takia. Mähönen – Villa 2015, s. 91.

¹⁵² Ojanen 2016, s. 91.

¹⁵³ Ojanen 2016, s. 92.

¹⁵⁴ Ojanen 2016, s. 66; Raitio 2016, s. 239.

¹⁵⁵ Raitio 2016, s. 239.

¹⁵⁶ Asia 41/74 Van Duyn v. Home Office, s. 389. Oikeuskäytännöstä lisää ks. mm. Verbond van Nederlandse Ondernemingen, asia 51/76, 1.2.1977, ECLI:EU:C:1977:12 ja Federatie Nederlands Vakbeweging, asia 71/85, 4.12.1986, ECLI:EU:C:1986:465. Direktiivien osalta välitön vaikutus voidaan antaa yksityisille oikeuksia tai velvollisuuksia tuottaville artikloille, jotka ovat riittävän täsmällisiä ja ehdottomia. Direktiivien välitön vaikutus rajoittuu kuitenkin vertikaalisiin suhteisiin, eikä välitöntä vaikutusta voida lähtökohtaisesti soveltaa yksityisten välisissä suhteissa. Raitio 2016, s. 233-234 ja 236-237; Mähönen – Villa 2015, s. 90.

¹⁵⁷ Asia 6/64 Costa v. ENEL, s. 224-225. Oikeuskäytännöstä lisää ks. mm. Komissio v. Ranska, asia 167/73, 4.4.1974, ECLI:EU:C:1974:35 ja Ratti, asia 148/78, 5.4.1979, ECLI:EU:C:1979:110.

¹⁵⁸ C-101/08 Audiolux ym., kohta 48.

tulkinnassa.¹⁵⁹ Ostotarjousdirektiivin johdanto-osassa ei kuitenkaan tuoda syventäviä näkökulmia lunastusoikeuden tarkasteluun. Tämän johdosta Winterin kertomuksen käyttö julkisia ostotarjouksia koskevan sääntelyn tavoitteiden kartoittamisessa, siltä osin kuin asiasta säännellään direktiivissä Winterin kertomuksen mukaisesti, vaikuttanee perustellulta.

¹⁵⁹ Ojanen 2016, s. 52.

3. OSAKKEENOMISTAJA-AKTIVISMI

3.1 Kohdeyhtiön osakkeenomistajat

Osakkeenomistajien kirjo voi olla pörssiyhtiössä hyvin laaja. Pohjoismaissa ja manner-Euroopassa pörssiyhtiöiden omistus on ollut yleensä keskittyneempää kuin angloamerikkalaisissa maissa.¹⁶⁰ Tyypillinen pörssiyhtiö onkin suhteellisen keskitetysti omistettu ja johdettu, monesti esimerkiksi perheen toimesta.¹⁶¹ Osake ja ääni -periaate on OYL:n keskeisiä periaatteita.¹⁶² Villan mukaan periaate näkyy osakeyhtiössä siten, että valta jakaantuu yhtiöön sijoitetun pääoman sekä siihen sitoutuneen riskin suhteessa.¹⁶³ Yhtiöön sijoitettu pääoma ja sillä saatu äänivalta eivät kuitenkaan aina ole symmetrisessä suhteessa toisiinsa, sillä OYL:ssa riskin ja vallan tasapainosta voidaan myös poiketa erilaisilla määräysvallankeskittämismekanismeilla.¹⁶⁴ Perheomistuksen voi turvata pörssiyhtiössä erilaistamalla osakkeet esimerkiksi erottamalla äänivallan osakkeen tuottamista oikeuksista.

Suuret, pitkäaikaiset osakeomistukset toisista yhtiöistä ovat myös hyvin tavallisia, sillä yhtiöt omistavat toistensa osakkeita.¹⁶⁵ Tämän takia ostotarjouksen tekijä voi vapaaehtoista julkista ostotarjousta suunnitellessaan neuvotella kohdeyhtiön suurten osakkeenomistajien kanssa ostotarjouksen onnistumisen varmistamiseksi.¹⁶⁶ Neuvottelun perusteella kohdeyhtiön osakkeenomistaja voi sitoutua ostotarjoukseen osallistumiseen etukäteen.¹⁶⁷ Tarpeeksi isolla osakkeenomistajalla on mahdollisuus yksin estää ostotarjouksen toteutuminen, mikä tuo osakkeenomistajalle merkittävän neuvotteluaseman suhteessa ostotarjouksen tekijään.¹⁶⁸ Jos kohdeyhtiössä on monta suurta osakkeenomistajaa, kuka vaan heistä voisi yksin estää ostotarjouksen täyden toteutumisen ja näin ollen kaikkien merkittävien osakkeenomistajien tulee olla tyytyväisiä ostotarjouksessa tarjottavaan vastikkeeseen ostotarjouksen onnistumiseksi.¹⁶⁹ Tarjousvastikkeen neuvottelemisesta tulevat hyödyt kohdistuvat tasapuolisen kohtelun ja korotusvelvollisuuden myötä tällöin

¹⁶⁰ Högfeldt – Högholm 2000, s. 404.

¹⁶¹ La Porta ym. 1999, s. 511.

¹⁶² Pönkä 2008, s. 739; Mähönen – Villa 2015, s. 220;

¹⁶³ Villa 1997, s. 124.

¹⁶⁴ Timonen 1997, s. 200; Pönkä 2008, s. 739; Mähönen – Villa 2015, s. 220.

¹⁶⁵ Högfeldt – Högholm 2000, s. 404.

¹⁶⁶ Parkkonen – Knuts 2014, s. 562.

¹⁶⁷ Parkkonen ja Knuts käyttävät kyseisestä sitoumuksesta julkisen ostotarjouksen yhteydessä englanninkielistä käsitettä *irrevocable undertaking*, jolla tarkoitetaan, että kyseessä on sitoumus nykyiseltä osakkeenomistajalta ostotarjouksen tekijälle. Parkkonen – Knuts 2014, s. 562.

¹⁶⁸ Högfeldt – Högholm 2000, s. 404.

¹⁶⁹ Ibid.

kaikille kohdeyhtiön osakkeenomistajille.¹⁷⁰ Mahdolliset neuvottelut tarjousvastikkeesta ovat myös ostotarjouksen tekijän tiedossa etukäteen ostotarjousta suunnitellessa.

Osakkeenomistajan oletetaan pyrkivän arvon maksimointiin.¹⁷¹ Taloustieteessä yksilöä on monesti pidetty täysin rationaalisena toimijana, mikä on selkeä lähtökohta tutkimukselle, mutta ei täysin vastaa ihmisen käyttäytymisen todellisuutta.¹⁷² Myös ostotarjoustilanteissa osakkeenomistajan päätöksenteon taloudelliseen analyysiin saattaa sekoittua muita kuin taloudellisia aineksia. Nuolimaa on todennut, että osakkeita ostetaan myös sen takia, että kyseinen yhtiö edustaa henkilön kannattamaa ajattelutapaa, on henkilön työnantaja tai muutoin henkilön näkökulmasta merkittävä taho. Lunastuksen merkitys osakkeenomistajalla ei siis rajoitu taloudellisiin näkökulmiin, vaan asialla saattaa olla ”syvällisempikin merkitys” osakkeenomistajalle. Osakkeenomistaja saattaa siis pettyä lunastuksessa annettuun korvaukseen sen takia, ettei korvaus vastaa sitä muuta arvoa, jonka osakkeenomistaja osakkeella näkee olevan.¹⁷³

Toisaalta taloudelliset intressit voivat olla myös hyvin erilaisia. Esimerkiksi yhtiön kilpailijat voivat haluta pitää kiinni omistuksistaan kohdeyhtiössä. Esimerkiksi japanilainen rengasvalmistaja Bridgestone Corporation omisti pitkään 10,1 prosenttia samalla alalla toimivasta Nokian Renkaat Oyj:stä, minkä johdosta Bridgestone Corporation voisi hyvin estää Nokian Renkaat Oyj:ön kohdistuvan yrityskaupan täydellisen toteutumisen.¹⁷⁴

Merkittäviä osakkeenomistajia Suomessa ovat myös niin kutsutut institutionaaliset sijoittajat, kuten eläke- ja vakuutusyhtiöt, pankit ja sijoitusrahastot.¹⁷⁵ Institutionaalisia sijoittajia on yleensä pidetty haluttomina vastustamaan johdon strategiaa, jolloin institutionaalinen sijoittaja voi toimia johdon näkemyksen mukaisesti riippuen suositteleeko johto ostotarjouksen hyväksymistä vai ei.¹⁷⁶ Lisäksi institutionaaliset sijoittajat saattavat

¹⁷⁰ Högfeldt – Högholm 2000, s. 418.

¹⁷¹ Timonen 1997, s. 36; Mähönen 2009, s. 30.

¹⁷² Jolls – Sunstein – Thaler 2000, s. 14-16. Rationaalisuusoletus korostuu neoklassisessa taloustieteessä, erityisesti Chicagon koulukunnan ajattelussa, jossa yksilön oletetaan tekevän päätökset täysin rationaalisesti päätyen lopulta optimaaliseen ratkaisuun (homo economicus). Myöhemmin neoklassista ajattelua on kritisoitu ja esimerkiksi neoinstitutionalisessa ajattelussa ihmisen toiminnan lähtökohdiksi on otettu ennemminkin rationaalisuuden rajoittuneisuus sekä opportunisti. Timonen 1997, s. 71-73. Myös Mähösen ja Villan mukaan neoklassismia ei tulisi ottaa yhtiöoikeudellisen sääntelyn viitekehitykseksi. Mähönen – Villa 2015, s. 149-150.

¹⁷³ Nuolimaa 2004, s. 251.

¹⁷⁴ Arvopaperi: Rengasjätti omistaa mutta ei vaikuta Nokian Renkaissa, 2.10.2018

¹⁷⁵ Pörssisäätiön sanakirja. Saatavilla: <https://www.porssisaatio.fi/blog/dictionary/institutionaalinen-sijoittaja/>, viitattu 6.10.2019.

¹⁷⁶ Coffee 1991, s. 1321.

omistaa osakkeita kohdeyhtiön lisäksi myös ostotarjouksen tekijästä, minkä seurauksena heille ei ole intressiä nostaa ostotarjouksessa tarjottua hintaa.¹⁷⁷

Institutionaalisista sijoittajista erityishuomiota tulee antaa indeksirahastoille tai ETF:ille, (yhdessä ”passiiviset rahastot”)¹⁷⁸ joihin sijoittanut ei voi itse päättää suhtautumisestaan ostotarjoukseen, sillä mahdolliset päätökset ostotarjoukseen suhtautumisesta tekevät rahaston omistajat tai ulkopuoliset neuvonantajat.¹⁷⁹ Passiivisen sijoittamisen kohdalla merkittävää kuitenkin on, että passiivisten rahastojen käytännöt julkisessa ostotarjouksessa vaihtelevat suuresti ja monet indeksiin sidotut rahastot eivät myy osakkeitaan lainkaan, jos osake on yhä rahaston seuraamalla indeksillä, riippumatta markkinahinnan ja ostotarjouksessa tarjotun hinnan suhteesta.¹⁸⁰ Lisäksi passiivisten rahastojen säännöt voivat estää osakkeiden myynnin niin kauan kuin ne ovat valitulla indeksillä.¹⁸¹ Passiivisen sijoittamisen on jopa arvioitu lähivuosina osin ohittavan aktiivisen sijoittamisen sijoitetun varallisuuden määrässä laskettuna, joten passiivisen sijoittamisen osuus globaaleilla arvopaperimarkkinoilla on merkittävä.¹⁸²

Passiivisia rahastoja ei ole pidetty kovin aktiivisina osakkeenomistajina yhtiössä, mikä johtuu myös siitä, että indeksisidonnaisuuden takia osakkeenomistajuus saattaa vaihtua eikä rahasto näin ollen pääse hyötymään yhtiössä vaikuttamiseen käytetyistä kustannuksista. Lisäksi rahasto saattaa olla hyvin hajautettu riippuen indeksin koosta, jolloin saatu hyöty jäisi pieneksi ylipäättään. Vapaamatkustajaongelma on siis passiivisilla rahastoilla vielä merkittävämpi.¹⁸³ Tämä ei kuitenkaan tarkoita, etteivätkö ne saattaisi osallistua yhtiön äänestyksiin, jos insentiivi on riittävä.¹⁸⁴

¹⁷⁷ Appel ym. 2016, s. 23

¹⁷⁸ Indeksirahastot ostavat osakkeita tietyn tunnetun tai rahaston säännöissä määritellyn indeksin mukaisesti ja osakkeen paino rahaston sisällä määräytyy osakkeen markkina-arvon mukaan. Indeksien kurssikehitys heijastuu rahaston arvonkehitykseksi ja siten indeksin arvon noustessa rahaston arvo nousee. Turtiainen 2004, s. 6. ETF on myös indeksiin tai osakekoriin sidottu rahasto, mutta se on pörssinoteerattu, joten sillä voidaan käydä kauppaa kuin pörssiosakkeilla ja sen hinta vaihtelee kysynnän ja tarjonnan mukaan. Puttonen – Repo 2011, s. 168. Suomalaisia indeksirahastoja ovat esimerkiksi Nordean Suomi Passiivinen I Tuotto (rahastoyhtiö Nordea Funds Oy) ja OP:n OP-Suomi Indexi (rahastoyhtiö OP-Rahastoyhtiö Oy), jotka seuraavat Nasdaq OMX Helsinki Benchmark CAP -indeksiä sekä Nordnetin Superrahasto Suomi, joka seuraa OMX Helsinki 25 Index -indeksiä.

¹⁷⁹ Puttonen – Repo 2011, s. 30.

¹⁸⁰ Fox, James: Some Tender Offer Quirks. Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, 2.11.2009.

¹⁸¹ Strampelli 2018, s. 805.

¹⁸² Arviot vaihtelevat vuosien 2019-2024 välillä. Asiaa on tutkittu Yhdysvaltojen markkinoilla, joten kehitystä ei voida tutkimusten perusteella arvioida Euroopan osalta. Arvopaperimarkkinoiden globaalin luonteen takia jonkintasoinen yhteys on kuitenkin todennäköinen. Bloomberg: Shift from Active to Passive Approaches Tipping Point in 2019, 31.12.2018. Reuters: Index funds to surpass active fund assets in U.S. by 2024: Moody's, 2.2.2017.

¹⁸³ Strampelli 2018, s. 805.

¹⁸⁴ Fisch – Hamdani – Davidoff Solomon 2019, s. 27-28.

Tarjouksen tekijän harmiksi kohdeyhtiössä saattaa olla myös tuntemattomia tai tavoittamatta jääneitä osakkeenomistajia.¹⁸⁵ Winterin kertomuksessa ostotarjousdirektiivissä säänneltyä lunastusoikeuden ylärajaa, 95 prosenttia, perusteltiin niillä käytännön ongelmilla, jotka aiheutuvat tuntemattomista osakkeenomistajista.¹⁸⁶ Näillä osakkeenomistajilla ei ole edes mahdollista ottaa kantaa suhteessa ostotarjoukseen, koska heillä ei ole välttämättä tietoa osakeomistuksesta tai siihen kohdistuvasta ostotarjouksesta.

Ostotarjouksen onnistumisen varmistamiseksi ostotarjouksen tekijä voi siis neuvotella kohdeyhtiön suurten osakkeenomistajien kanssa ja johdon kanssa saadakseen heidät hyväksymään tarjouksen ja siinä tarjotun vastikkeen. Ostotarjouksen tekijä voi kuitenkin joutua neuvottelemaan tarjousvastikkeesta ostotarjouksen julkistamisen jälkeen myös vielä tuntemattomien tahojen kanssa.

3.2 Osakkeenomistajan vaikutusmahdollisuudet osakeyhtiössä

3.2.1 Oikeuksien käytöstä aktivismiin

Osakeyhtiössä osakkeenomistajan määräysvalta on rajoitettu osakeyhtiölain ja yhtiöjärjestyksen mukaisten osakeoikeuksien käyttämiseen, varallisuus- ja hallinnoimispiteisiin osakeoikeuksiin.¹⁸⁷ Osakkeenomistaja ei sen sijaan voi esimerkiksi tehdä päätöksiä yhtiön varojen käytön osalta osakeomistuksensa perusteella.¹⁸⁸ Osakkeenomistajan valta yhtiössä ei siis perustu osakkeiden omistukseen, vaan osakkeiden tuottamaan äänivaltaan,¹⁸⁹ sillä yhtiökokouksessa päätökset tehdään OYL 1:6 mukaan äänten enemmistöllä. Osakkeenomistaja voi vaikuttaa laajemminkin esimerkiksi yhtiön rakenteeseen ja liiketoiminnan sisältöön, jos hän pystyy vaikuttamaan esimerkiksi yhtiön hallituksen jäsenten valintaan.¹⁹⁰ Osakkeenomistajan välillinen määräysvalta yhtiössä kasvaa vahvemaksi sen mukaan, mitä suuremman äänioikeuden hänen omistamansa osakkeet tuottavat yhtiökokouksen päätöksenteossa.¹⁹¹

¹⁸⁵ Taivalkoski 1998, s. 986.

¹⁸⁶ Winterin kertomus 2002, s. 64; Clerc ym. 2012, s. 194-195.

¹⁸⁷ Villa 2016, s. 332.

¹⁸⁸ Villa 2016, s. 331-332.

¹⁸⁹ Pönkä 2008, s. 739.

¹⁹⁰ Villa 2016, s. 332.

¹⁹¹ Ibid.

Yhtiön sisäinen päätöksenteko voi vaihdella suuresti sen mukaan, minkälainen omistusrakenne yhtiössä on.¹⁹² *Berle* ja *Means* ovat jakaneet määräysvallan osakeyhtiössä viiteen tyyppiin: 1) Täyteen tai lähes täyteen omistukseen perustuva määräysvalta, 2) enemmistövalta, 3) oikeudellisen mekanismin tuottama valta, 4) vähemmistövalta, ja 5) johdon määräysvalta. Näistä 1-3 kuvaavat oikeudellista valtaa ja 4-5 tosiasiallista valtaa.¹⁹³ Erityisesti hajautuneesti omistetussa yhtiössä tosiasiallisen määräysvallan käyttö on todennäköisempää.

Osakkeenomistaja-aktivismi on ilmiö, jossa osakkeenomistaja pyrkii vaikuttamaan yhtiön toimintaan omistuksensa kautta omien tavoitteidensa saavuttamiseksi. Osakkeenomistaja-aktivismista yleisesityksen tehneet *Goranova* ja *Ryan* ovat jakaneet osakkeenomistaja-aktivismiin tavoitteet kahteen eri suuntaukseen: taloudelliseen aktivismiin ja yhteiskunnalliseen aktivismiin.¹⁹⁴ Taloudellisen aktivismiin suuntauksessa aktivismiin tarkoituksena on saavuttaa epänormaaleja tuottoja mahdollisimman nopeasti, kun taas yhteiskunnallisessa suuntauksessa tavoitteina voivat olla esimerkiksi yhtiön työntekijöiden työolojen parantaminen tai ympäristökysymykset.¹⁹⁵ Tyypiesimerkki osakkeenomistaja-aktivistin toiminnasta on ostaa pörssiyhtiön osakkeista vähemmistöosuus ja ehdottaa isoja muutoksia muun muassa yhtiön strategiaan, rahoitukseen ja eri toimintoihin.¹⁹⁶

Suurin osa osakkeenomistaja-aktivismia käsittelevästä tutkimuksesta on keskittynyt Yhdysvaltain markkinoille, jossa aktivismia on katsottu esiintyvän ainakin 1940-luvulta lähtien.¹⁹⁷ Laajempaan ilmiöön sen voidaan katsoa alkaneen 1980-luvun yritysvaltaaja-aktivisteista, jotka valtasivat yrityksiä hankkimalla kohdeyhtiöistä suuria osuuksia.¹⁹⁸ Näiden aktivistien tavoitteena oli saada täysi kontrolli yhtiöstä. 2000-luvulle tultaessa keskeiseen osaan aktivismissa ovat nousseet hedgerahastot¹⁹⁹ ja muut rahastot kuten riskipääomarahastot (venture capital funds). Nämä rahastot eivät yleensä pyri saamaan koko kohdeyhtiötä hallintaansa, vaan ne yrittävät hyötyä yhtiöstä taloudellisesti.²⁰⁰ Vaikka

¹⁹² Berle – Means 1950, s. 70.

¹⁹³ Ibid.

¹⁹⁴ *Financial activism stream* ja *social activism stream*, Goranova – Ryan 2014, s. 1231.

¹⁹⁵ Goranova – Ryan 2014, s.1231-1242.

¹⁹⁶ Levit 2019, s. 2776.

¹⁹⁷ Gillan – Starks 1998, s. 30.

¹⁹⁸ Mähönen 2015, s. 147.

¹⁹⁹ Ks. mm. Bratton 2007; Coffee – Palia 2015; Bebchuk – Brav – Jiang 2015.

²⁰⁰ Mähönen 2015, s. 149.

aktivismi onkin alun perin keskittynyt Yhdysvaltain markkinoille, se on myös levinnyt Eurooppaan.²⁰¹

Yhdysvalloissa käsite *hedge fund* viittaa usein sijoitusyhtiöön, mutta Suomessa markkinoitavat hedgerahastot ovat lain mukaan erikoissijoitusrahastoja. Rahastona niitä pidetään tavallista riskialttiimpina, vaikka niitä monesti mainostetaankin absoluuttisella tuotolla tai pienellä riskillä.²⁰² Käytännössä hedgerahastoon sijoittamista perustellaan usein hajauttamisesta saatavalla hyödyllä.²⁰³ Hedgerahastot ja muut aktivismia harjoittavat rahastot voidaan määritelmän mukaan sijoittaa institutionaalisiin sijoittajiin siinä missä muutkin merkittäviä sijoituksia tekevät sijoitusrahastot.²⁰⁴ Tässä esityksessä erotetaan kuitenkin aktivismia harjoittavat hedgerahastot muista ”perinteisimmistä” institutionaalisista sijoittajista. Tämä jaottelu seuraa muun muassa *Mähösen* sekä *Gilsonin* ja *Gordonin* käytäntöä oikeuskirjallisuudessa.²⁰⁵ Aktiivisia hedgerahastoja Pohjoismaissa ylläpitää muun muassa ruotsalaisen Patrik Brummerin sijoitusyhtiö Brummer&Partners, mutta myös pohjoismaiset pankit ovat ottaneet hedgerahastoja rahastoperheeseensä.²⁰⁶

Taloudellisen aktivismin perustana nähdään usein päämies-agenttiteorian epäsymmetrisestä informaatiosta kumpuavat ongelmat.²⁰⁷ Yksi osakeyhtiön yleisesti tunnustettuja piirteitä on, että yhtiössä johto ja omistus ovat erotettu toisistaan.²⁰⁸ Yhtiön johto toimii osakkeenomistajan agenttina, mutta osakkeenomistaja kantaa riskin siitä, jos johto ei toimikaan yhtiön edun mukaisesti eikä onnistu tuottamaan osakkeenomistajille voittoa pitkällä tähtäimellä.²⁰⁹ Kun yhtiön johto toimii muiden intressien mukaisesti, syntyy agenttuurikustannuksia, jotka kohdistuvat loppujen lopuksi osakkeenomistajan tappioksi.²¹⁰ Pienissä tai omistukseltaan hyvin keskittyneissä osakeyhtiöissä on tavallista, että yhtiön osakkeenomistaja(t) on myös yhtiön johdossa. Omistuksen hajautuessa erityisesti suurissa pörssiyhtiöissä agenttuuriongelmat korostuvat. Oikeuskirjallisuudessa on esitetty ratkaisuja agentti-päämies-ongelmaan, mutta keskustelu aiheesta jatkuu.²¹¹

²⁰¹ Katelouzou 2015, s. 791-792; Mähönen 2015, s. 150.

²⁰² Puttonen – Repo 2011, s. 187.

²⁰³ Puttonen – Repo 2011, s. 188.

²⁰⁴ Pörssisäätiön sanakirja. Saatavilla: <https://www.porssisaatio.fi/blog/dictionary/institutionaalinen-sijoittaja/>, viitattu 6.10.2019.

²⁰⁵ Ks. Gilson – Gordon 2013; Mähönen 2015.

²⁰⁶ Puttonen – Repo 2011, s. 185-186.

²⁰⁷ Gillan – Starks 1998, s. 2. Päämies-agenttiteoriasta ja informaation epäsymmetriasta ks. Mähönen – Villa 2015, s. 87-88.

²⁰⁸ Kraakman ym. 2017a, s.11-13.

²⁰⁹ Mähönen – Villa 2015, s. 342.

²¹⁰ Mähönen – Villa 2015, s. 87.

²¹¹ Ongelmien ratkaisusta Mähönen – Villa 2015, s. 343-348.

Berlen ja Meansin kuuluisan rationaalisesti apaattisen osakkeenomistajan teorian jälkeen osakkeenomistajalle on määritelty kolme erilaista tapaa reagoida: 1) myydä osakkeensa ja lähteä yhtiöstä (Berlen ja Meansin mallin mukaisesti); 2) pitää osakkeet ja pyrkiä vaikuttamaan yhtiössä; tai 3) pitää osakkeet ja ei tehdä asialle mitään. Näitä vaihtoehtoja on luonnehdittu englanniksi käsitteillä *exit*, *voice* ja *loyalty*.²¹² Aktivismi sisältyy osakkeenomistajan toiseen vaihtoehtoon *voice*.²¹³ Voicen käyttö on hyväksi yhtiön tulokselle, jos siinä puututaan yhtiön hallintoon tavalla, joka vähentää agentuurikuluja.²¹⁴ Tällöin aktivismi näyttäytyy nimenomaan reaktiona agentti-päämiesteorian ongelmaan, sillä aktivismissa osakkeenomistaja pyrkii vaikuttamaan yhtiön toimintaan.²¹⁵ Aktivismin voidaan ajatella olevan johdon kontrollin muoto.²¹⁶ Yhtiön edun sijaan aktivismilla kuitenkin pyritään mahdollisimman korkeaan tuottoon yhtiön toimintaan puuttumalla. Aktivistin toimet voivat kuitenkin olla myös yhtiön edun kanssa yhteneväisiä.

Aktivismin tavoitteet ja keinot määräävät pitkälti aktivismiin vaaditun ääniosuuden yhtiössä. Käytännössä aktivistit, erityisesti hedgerahastot, harvoin nykyään omistavat enemmistöosuutta kohdeyhtiöistä.²¹⁷ Tämä johtaa siihen, että aktivistien täytyy vakuuttaa muut osakkeenomistajat omien ideoidensa taakse.²¹⁸ Johdon kanssa keskustelemisen lisäksi aktivistien täytyy keskustella muiden osakkeenomistajien kanssa saadakseen ideansa läpi esimerkiksi yhtiökokouksessa. Aktivistien on katsottu hyötyvän erityisesti passiivisen sijoittamisen lisääntymisestä, sillä passiivisilla rahastoilla voi olla merkittäviä omistusosuuksia yhtiöissä.²¹⁹

Asian voi hahmottaa myös määräysvaltamarkkinoiden kautta. Määräysvaltamarkkinoita voidaan käyttää ostotarjousmarkkinoiden kuvaamisen lisäksi myös pörssiyhtiön osakkeenomistajien vaikutusvallan kuvaamiseen.²²⁰ Suomessa Mähönen on kirjoittanut teoreettisesta muutoksesta, jossa määräysvaltamarkkinoista tulee ”vaikutusvaltamarkkinat”²²¹ osakkeenomistaja-aktivismin lisääntymisen seurauksena.²²² Toisin kuin määräysvaltamarkkinat, vaikutusvaltamarkkinat eivät perustukaan

²¹² Hirschman 1970, s. 4 ja 38.

²¹³ Gillan – Starks 1998, s. 3.

²¹⁴ Bratton 2007, s. 1397.

²¹⁵ Gillan – Starks 1998, s. 2.

²¹⁶ Mähönen – Villa 2015, s. 221.

²¹⁷ Mähönen 2015, s. 149; Levit 2019, s. 2776. Asiasta ei kuitenkaan olla yksimielisiä ks. Bebchuk – Brav – Jiang 2015.

²¹⁸ Coffee – Palia 2015 s. 45; Levit 2019, s. 2776.

²¹⁹ Appel ym. 2016, s.28; Fisch – Hamdani – Davidoff Solomon 2019, s. 27-28.

²²⁰ Mähönen 2015, s. 150.

²²¹ Alkuperäinen käsite on englanniksi *a market for corporate influence*, julkaisusta Cheffins – Armour 2011, s. 58.

²²² Mähönen 2015, s.151.

enemmistövaltaan, vaan yhtiössä määräysvallan voi saada vähemmistöosuudella, mikäli tätä osuutta käytetään tarpeeksi aggressiivisesti.²²³ Tämä kuvastaa vähemmistön tosiasiallista valtaa.

Aktivistin, kuten kenen tahansa osakkeenomistajan, pyrkimykseen vaikuttaa yhtiössä voi kuitenkin liittyä myös vapaamatkustajaongelma. Osakkeenomistajan tulee kantaa toimistaan aiheutuvat kulut, vaikka toimista saatu hyöty tulee vain osakkeenomistajan omalle omistusosuudelle ja muut – passiivisemmat osakkeenomistajat – hyötyvät omien omistusosuuksiensa suhteessa.²²⁴ Yhtiön markkina-arvon nousuun tähtäävä aktivismi hyödyttää aktivistiosakkeenomistajan lisäksi yleensä myös kaikkia muita yhtiön osakkeenomistajia. Yhtiön sisällä yleensä vain suuren omistusosuuden omistavalla osakkeenomistajalla on kannustin valvoa yhtiön johtoa, sillä kun omistusosuus yhtiöstä on tarpeeksi suuri, johdon valvonnasta saadut hyödyt voivat ylittää siitä aiheutuvat kustannukset.²²⁵ Tästä huolimatta suuri osakkeenomistaja ei välttämättä aina halua maksaa vapaamatkustajien kuluja. Vaikka hyödyt olisivat omalla kohdalla isommat kuin kulut, osakkeenomistaja joutuu kuitenkin maksamaan kulut – toisin kuin muut osakkeenomistajat, ehkäpä kilpailijat, jotka ainoastaan hyötyvät.²²⁶

Osakkeenomistaja-aktiivismin ja tavallisen osakkeenomistajan osakkeen tuottamien oikeuksien käytön välistä rajaa on joskus hankala hahmottaa. Erityisesti pehmeät vaikutuskeinot yhtiössä voidaan nähdä aktiivismin lisäksi myös perinteisinä osakkeenomistajien vaikutuskeinoina.²²⁷ Yksinkertaisimmillaan osakkeenomistaja-aktiivismi on yrityksen toimintaan vaikuttamista oman osakeomistuksen kautta, esimerkiksi äänestämistä yhtiökokouksessa. Toisaalta aktiivismin liittyy yleensä laajempi ja näkyvämpi vaikuttaminen yhtiön sisällä. Aktiivismia on harjoitettu esimerkiksi Twitterissä²²⁸ sekä sitä varten luoduilla internetsivuilla.²²⁹ Julkisuutta voidaan käyttää keinona painostaa yhtiön

²²³ Mähönen 2015, s. 151.

²²⁴ Grossman – Hart 1980, s. 59.

²²⁵ Shleifer – Vishny 1986, s. 463.

²²⁶ Bratton 2007, s. 1384.

²²⁷ Coffee – Palia 2015, s. 17.

²²⁸ Aktivist Carl Icahn esimerkiksi harjoittaa aktiivismia Twitter-tilinsä kautta. Muun muassa 12.11.2018 Icahn jakoi rahastonsa Icahn Capital L.P:n näkemyksen siitä, miten osakkeenomistajien tulisi äänestää Dell Technologies-yhtiön ehdottaman yritysjärjestelyn suhteen: https://twitter.com/Carl_C_Icahn/status/1061951210289352704, viitattu 17.10.2019.

²²⁹ Aktivistirahasto Pershing Square L.P. hankki lyhyen position verkostomarkkinointiyritys Herbalifesta ja perusti Herbalifea mustamaalaavan internetsivuston www.factsaboutheralife.com.

johtoa suostumaan aktivistin vaatimuksiin. Julkisuuden myötä tulee kuitenkin aina maineriski.²³⁰

Aktivismi voi siis vaihdella ”pehmeästä” johdon tai muiden osakkeenomistajien neuvomisesta painostavaan vaikuttamiseen tai jopa erittäin aggressiiviseen aktivismiin, jossa yhtiö yritetään pakottaa toimimaan tietyllä tavalla esimerkiksi uhkaamalla yhtiön hajottamisella. Esimerkiksi 1980-luvun vihamielisiä yritysvaltauksia pidettiin hyvin aggressiivisena aktivismina. Aggressiivinen toiminatapa voi myös tarkoittaa pehmeämmän lähestymistavan epäonnistumista, sillä aggressiiviseen aktivismiin saatetaan ryhtyä vasta kun pehmeät keinot eivät toimi.²³¹ Aktivistin ja muun osakkeenomistajan erotuksena voidaan siis myös nähdä se, suhtautuuko osakkeenomistaja yhtiöön sijoittajana vai omistajana.²³² Aktivistiosakkeenomistajien sijoittamisstrategia on myös yleensä äkkipikaisempi kuin monien muiden sijoittajien.²³³

Suhteessa hedgerahastojen harjoittamaan aktivismiin institutionaalisten sijoittajien osalta apaattisesta rationaalisuudesta on katsottu siirrytyn rationaaliseen vaiteliaisuuteen, minkä seurauksena on syntynyt myös päämies-agenttisuhteita institutionaalisen sijoittajan ja aktivistirahaston välille.²³⁴ Institutionaalisten omistajien omaa aktivismia rajoittaa niiden toiminnan luonteen sisältämä agenttuuriongelma, joka vallitsee esimerkiksi eläkeyhtiön ja eläkevakuutetun välillä.²³⁵ Institutionaaliset sijoittajat voivat oman aktivismin sijasta helpommin puoltaa esimerkiksi vähemmistöomistajana toimivan rahaston aktivismia yhtiön sisäisissä muutoksissa, tosiasiaassa mahdollistaen aktivismin yhtiössä ja hyötyen sen tuloksista sekä kohdeyhtiön arvonnousuna, että sijoituksena.²³⁶ Hedgerahastot myös pyrkivät liittoutumaan institutionaalisten sijoittajien kanssa.²³⁷ Julkinen ostotarjous on kuitenkin poikkeus yhtiön normaalista toiminnasta ja ystävämielisissä tarjouksissa sitä monesti edeltää neuvotteluja asiasta.²³⁸ Huolimatta hedgerahastojen ja institutionaalisten

²³⁰ Coffee 1991, s. 1321. Maineriskin lisäksi sosiaalisessa mediassa harjoitettavan aktivismin suhde markkinoiden manipulaatiota koskevaan sääntelyyn on avoin.

²³¹ Levit 2019, s. 2776.

²³² Mähönen 2015, s.157.

²³³ Bratton 2007, s. 1383.

²³⁴ Gilson – Gordon 2013, s. 866-867; Mähönen 2015, s.151.

²³⁵ Mähönen 2015, s.148.

²³⁶ Aktivismista sijoituksena Ks. Katelouzou 2015 s. 792 ja siinä mainitut esimerkit. Institutionaalisten sijoittajien sijoitusstrategian läpinäkyvyyttä lisättiin vuonna 2019 täytäntöön pannulla SHRD II -direktiivillä, millä saattaa olla vaikutuksia institutionaalisten sijoittajien toimintaan aktivismin mahdollistajina.

²³⁷ Mähönen 2015, s.151.

²³⁸ Parkkonen – Knuts 2014, s. 562-563.

sijoittajien mahdollisesta liittolaisuudesta aktivismin toteuttamisessa, sen toteutuminen julkisen ostotarjouksen yhteydessä ei ole kovin todennäköistä.

Osakkeenomistaja-aktivismi on laaja ilmiö sen moninaisuuden vuoksi ja oikeuskirjallisuudessa on analysoitu paljon muun muassa aktivistien saavuttamia tuottoja sekä siitä, minkälaisia yhtiöitä aktivistit valitsevat kohteikseen.²³⁹ Aktivistirahastoja pidetään sekä kiusankappaleina että corporate governancen uudistajina.²⁴⁰ Monet osakeyhtiöt ovat myös omaksuneet erilaisia suojakeinoja puolustautuakseen aktivistiselta toiminnalta. Erilainen aktivismin torjunta on kuitenkin nähty vain torjuntataisteluna niin kauan kuin osakkeenomistajilla on valta vaikuttaa yhtiön sisällä.²⁴¹

Kokonaisuudessaan osakkeenomistaja-aktivismi on nimitys laajalle ilmiölle, jonka ytimessä on oman tavoitteen läpi saaminen yhtiöissä osakkeen tuottamia oikeuksia ja yleisiä vaikuttamiskeinoja käyttämällä. Nykyään yhteiskuntaa ja siinä tehtäviä päätöksiä ohjataan informaatioyhteiskunnan keinoilla. Tällöin valta on taholla, joka pystyy vaikuttamaan siihen, mitä pidetään totena ja pätevänä tietona.²⁴² Viimeaikaisessa, vahvasti vaikuttamiseen perustuvassa osakkeenomistaja-aktivismissä korostuukin informaatioyhteiskunnan merkitys yhtiön sisäiseen päätöksentekoon vaikuttamisessa. Aktivismin moniulotteisuuden vuoksi ei ole perusteltua tutkia sitä oikeudellisesti laajemmin tässä tutkielmassa, vaan tutkimusasetelman mukaisesti keskitytään julkisia ostotarjouksia koskevaan osakkeenomistaja-aktivismiin.

3.2.2 Osakkeenomistaja-aktivismi julkisessa ostotarjouksessa

Julkisissa ostotarjouksissa osakkeenomistaja-aktivismi on yleensä taloudellista ja sitä esiintyy pääasiassa kahdessa muodossa: myyntiä edistävässä roolissa tai myyntiä estävässä, usein hinnan korottamiseen pyrkivässä, roolissa.²⁴³ Tutkimuksessa keskitytään ostotarjousta estävään aktivismiin, joka perustuu siihen, että aktivisti hankkii kohdeyhtiöstä osuuden, jolla pystyy estämään ostotarjouksen tekijää pääsemästä lunastusoikeuden vaatimaan yli 90 prosentin omistus- ja ääniosuuteen kohdeyhtiössä. Lunastusoikeuden estävässä asemassa

²³⁹ Muun muassa Bratton 2007; Coffee – Palia 2015.

²⁴⁰ Aktivisteja on soimannut esimerkiksi Martin Lipton ja puolustanut Lucian Bebchuk. Coffee – Palia 2015, s. 5 ja 84. Käsitteellä corporate governance viitataan Mähösen ja Villan esittämän mukaisesti kaikkeen yhtiön sisäisiä asioita koskevaan sääntelyyn sen oikeudellisesta järjestämisestä riippumatta. Villa – Mähönen 2019, s. 4.

²⁴¹ Mähönen 2015, s. 154.

²⁴² Tolonen 1997, s. 309.

²⁴³ Greenwood – Schor 2009, s. 365.

aktivisteilla on parempi asema neuvotella ostotarjouksessa tarjotun vastikkeen arvon, kuten rahavastikkeena tarjottavan hinnan, korottamisesta. Osakkeenomistaja-aktivismi tässä muodossa tuottaa kustannuksia ostotarjouksen tekijälle, joka pyrkii hankkimaan kohdeyhtiön osakkeet. Greenwoodin ja Schorin vuonna 2009 tekemässä tutkimuksessa suurimmat epänormaalit tuotot Yhdysvaltain markkinoilla tulivat aktivisteille, jotka pyrkivät estämään yrityskaupan ostamalla kohdeyhtiöstä tarpeeksi ison osuuden tai jotka saivat kohdeyhtiönsä myytyä.²⁴⁴

Lunastusoikeuden käyttö aktivismissa eroaa perinteisestä osakkeenomistaja-aktivismista siinä, ettei se perustu lähtökohtaisesti äänivallan käyttöön yhtiössä. Aktivismi perustuu osakkeiden ja äänten omistamiseen, mutta ei äänivallan käytön takia, vaan lunastusrajan, yhdeksän kymmenesosan estämisen kautta. Yhtiökokouksen päätöksenteolla on kuitenkin merkitystä julkisen ostotarjouksen onnistumisessa, ja näin ollen myös lunastusoikeuden käyttämisessä ja aktivistien torjumisessa siinä määrin, kun yhtiössä äänestetään esimerkiksi julkiseen ostotarjoukseen puolustautumisesta, kuten suunnatuista osakeanneista. Varsinaisen voicen käyttämisen puuttuminen tuo julkisessa ostotarjouksessa omistukseen perustuvan aktivismin lähemmäs perinteistä osakkeenomistajan oikeuksien käyttöä.

Aktivismin onnistumiseksi myös ostotarjouksen täytyy jossain määrin onnistua. Kun aktivistin tarkoituksena ei ole saavuttaa enemmistöä kohdeyhtiössä, vaan hyötyä tilanteesta taloudellisesta, sen tulee ylittää kymmenen prosentin lunastusraja kuitenkin alittaen pakollisen ostotarjouksen lunastusvelvollisuuden käynnistävän 30 prosentin ääniosuuden kohdeyhtiöstä tai varmistaa, että yhtiössä on toinen, yli 30 prosentin osuuden omistava osakkeenomistaja.²⁴⁵ Muuten aktivisti joutuisi itse ostotarjousmenettelyyn AML 11:17 mukaisena kilpailevana tarjouksena. Pakollisen ostotarjouksen osalta ääniosuuteen lasketaan mukaan yksissä tuumin toimivat henkilöt.²⁴⁶ Yksissä tuumin toimiminen ostotarjouksen estämiseksi edellyttää sitä, että osakkeenomistaja kasvattaa äänimääränsä kohdeyhtiössä saatuaan tiedon julkisesta ostotarjouksesta tai sen mahdollisuudesta.²⁴⁷ Yksissä tuumin toimiminen ei kuitenkaan edellytä varsinaista sopimusta yhdessä toimimisesta, sillä

²⁴⁴ Greenwood – Schor 2009, s. 368.

²⁴⁵ Pakollisen ostotarjouksen ja lunastusoikeuden laskentatavat ovat erilaisia. Pakollisessa ostotarjouksessa osakkeenomistajan ääniosuuden tulee kasvaa yli 30 prosentin tai yli 50 prosentin kohdeyhtiön osakkeiden äänimäärästä, kun taas lunastusoikeuteen tarvitaan enemmän kuin yhdeksän kymmenesosaa yhtiön kaikista osakkeista ja äänistä.

²⁴⁶ Yksissä tuumin toimivilla henkilöillä luonnollisia henkilöitä ja oikeushenkilöitä, jotka sopimuksen perusteella tai muutoin toimivat yhteistyössä osakkeenomistajan, ostotarjouksen tekijän tai kohdeyhtiön kanssa tarkoituksenaan käyttää tai hankkia merkittävää vaikutusvaltaa kohdeyhtiössä tai estää julkisen ostotarjouksen toteutuminen (AML 11: 5, pakollisen ostotarjouksen osuuden laskeminen AML 11:20).

²⁴⁷ HE 32/2012, s. 138; MOK 9/2013, s. 11-12; Häyrynen – Kajala 2013, s. 304.

yhteistoiminta tai osakkeenomistajien yhteisymmärrykseen perustuva käytös riittävät määritelmän soveltumiseen.²⁴⁸

Aktivistirahastot voivat toteuttaa aktivismia yksin, mutta yhä yleisempää on aktivistirahastojen toimiminen yhdessä, mitä on kuvattu englanniksi termillä *wolf pack*, susilauma.²⁴⁹ Tällä tarkoitetaan aktivisteja, jotka toimivat samansuuntaisesti mutta pyrkivät välttämään toisiinsa liitetyn oikeudellisen kohtelun.²⁵⁰ Suomessa tosiasiallinen yhdenmukainen käytös voi kuitenkin jo riittää yksissä tuumin toimimisen määritelmän soveltumiseen, varsinkin kun arvioinnissa otetaan huomioon toiminnan vaikutus muiden osakkeenomistajien tosiasialliseen asemaan sekä se, kuinka pitkäaikaisia vaikutuksia yksissä tuumin toimimisella on kohdeyhtiöön.²⁵¹

Tavoitellessaan hinnannousua aktivistiin itseensä voi kohdistua vapaamatkustajaongelma. Aktivisti kantaa yksin kustannukset kohdeyhtiön osakkeiden ostamisesta ja uuden hinnan neuvottelemisesta, mutta korotus- tai hyvitysvelvollisuuden soveltuessa saadut hyödyt kohdistuvat kaikille kohdeyhtiön osakkeenomistajille. Ostotarjouksen tekijällä on myös korkeampi kynnys maksaa korotettua hintaa osakkeista niin kauan kuin AML:n mukaiset korotus- tai hyvitysvelvollisuudet soveltuvat, sillä hinnankorotus tulee tällöin maksaa kaikille tasapuolisen kohtelun nimissä. Aktivisti voi kuitenkin välttää tämän kärsivällisyydellä.

Julkisesta ostotarjouksesta hyötyäkseen osakkeenomistajan täytyy olla myymättä osakkeitaan niin kauan, että korotus- ja hyvitysvelvollisuuden soveltuminen lakkaa. Esimerkiksi Fortum Oyj:n tapauksessa Fortum ilmoitti melkein kaksi vuotta ostotarjouksen jälkeen 8.10.2019 ostavansa osakeomistuksen aktivistirahastoilta Elliot ja Knight Vinke, joilla oli loppujen lopuksi noin 23 prosentin osakeomistus.²⁵² Ostotarjouksessa tarjottu alkuperäinen hinta oli 22 euroa osakkeelta, mutta Elliot ja Knight Vinke saivat omistukselleen hinnaksi 29,93 euroa osakkeelta.²⁵³

²⁴⁸ Häyrynen – Kajala 2013, s. 301.

²⁴⁹ Coffee – Palia 2015, s. 7 ja 28.

²⁵⁰ Coffee – Palia 2015, s. 28.

²⁵¹ MOK 9/2013, s. 12-13.

²⁵² Elliotilla viitataan Elliott Management Corporation -yhtiöön ja sen tytäryhtiöihin, ja Knight Vinkella viitataan Knight Vinke Energy Advisors Limited -yhtiöön ja sen tytäryhtiöihin. Reuters: Fortum makes progress in talks to resolve Uniper standoff, 21.5.2019. Fortum Oyj pörssitiedote: Fortum hankkii osake-enemmistön Uniperista – tavoitteena vakauttaa tilanne ja nopeuttaa strategian toteuttamista, 8.10.2019.

²⁵³ Fortum Oyj pörssitiedote: Fortum has published offer document for Uniper shares, acceptance period has commenced, 7.11.2017. Fortum Oyj pörssitiedote: Fortum hankkii osake-enemmistön Uniperista – tavoitteena vakauttaa tilanne ja nopeuttaa strategian toteuttamista, 8.10.2019.

Arvopaperimarkkinat perustuvat pitkälti kaupankäyntiin ja pääoman tavoitteluun,²⁵⁴ jotka kiteytyvät aktivismissa. Ostotarjouksen tekijän näkökulmasta aktivistien toiminta vähentää tehokkuutta ja se voi vähentää myös talouden yleistä tehokkuutta, mikäli ostotarjouksien kannattavuus laskee merkittävästi. Aktivistit eivät yleensä ole osakkeenomistajia vielä siinä vaiheessa, kun ostotarjous julkistetaan. Aktivistin käytös ostotarjouksessa eroaa muista osakkeenomistajista usein siinä, että vasta ostotarjouksen tullessa julkiseksi aktivisti ostaa merkittävän – lunastusrajan täyttymisen estävän – osuuden kohdeyhtiön osakkeita. Ostotarjouksen tekijä ei siis voi täysin tietää, keneltä osakkeet tullaan ostamaan. Julkisen kaupankäynnin kohteena olevien osakkeiden omistajat vaihtuvat ylipäättään useammin, mutta suurien omistusosuuksien muutokset ovat yhtiölle merkittäviä, sillä ne vaikuttavat yhtiön sisäiseen omistus- ja vallankäyttörakenteisiin.²⁵⁵

Aktivismi edustaakin julkisessa ostotarjouksessa hold out -ongelmaa. Hold out -ongelmalle on annettu eri konteksteissa hieman erilaisia määritelmiä, mutta *Cohenin* mukaan ongelma syntyy, kun tietyn kohteen, esimerkiksi osakkeen, omistaja tietää toisen osapuolen, esimerkiksi ostotarjouksen tekijän, hyötyvän taloudellisesti kyseisen osakkeen hankkimisesta, minkä seurauksena osakkeenomistaja ei myy osakettaan heti saadakseen siitä viimein myydessä suuremman arvon.²⁵⁶ Osakkeenomistaja on siis halukas myymään osakkeensa, mutta tietää olevansa ostotarjouksen tekijälle jossain määrin ongelma ja näin ollen hyvässä neuvotteluasemassa.²⁵⁷ Kyseessä ei ole vapaamatkustajaongelma, sillä vapaamatkustajaongelman kohdalla osakkeenomistaja ei halua myydä osakettaan, vaan hyötyä ostotarjouksen tekijän mahdollisesti tuomasta markkina-arvon noususta.²⁵⁸ Hold outin kohdalla osakkeenomistaja ei pyri osallistumaan ostotarjouksen tekijän mahdollisesti luomaan markkina-arvoon yhtiössä vaan pyrkii neuvottelemaan omaisuutensa myynnistä paremmin ehdoin.²⁵⁹ Hold out -ongelma on kuitenkin määritelmältään laaja, joten sen alle voidaan osakkeenomistaja-aktivismin lisäksi periaatteessa laittaa myös erilaiset muut neuvottelutilanteet, jossa osakkeenomistajalla on mahdollisuus pitää osakkeensa neuvotellakseen paremmasta hinnasta.

²⁵⁴ Sillanpää 1994, s. 67; Hoppu 2004, s. 22-23.

²⁵⁵ Parkkonen – Knuts 2014, s. 239. Liputusvelvollisuuden sääntelyn tarkoituksena on antaa pörssiyhtiön osakkeenomistajille tieto yhtiössä tapahtuvista omistusmuutoksista, jotta osakkeenomistajat voivat varautua muutoksen mahdolliseen vaikutukseen yhtiön markkina-arvoon. HE 157/1988 vp, s. 30.

²⁵⁶ Cohen 1991, s. 362.

²⁵⁷ Vos 2017, s. 10.

²⁵⁸ Grossman – Hart 1980, s. 43.

²⁵⁹ Cohen 1991, s. 359 ja 362.

Vaikka julkisissa ostotarjouksissa aktivismia toteuttaa yleensä hedgerahastot, aktivismia voi harjoittaa tai siihen voi myötävaikuttaa myös muuntyyppiset osakkeenomistajat. Erityisesti aiemmin mainitut tuntemattomat osakkeenomistajat sekä passiivisen rahaston kautta hankitut osakkeet, joiden kohdalla ostotarjoukseen ei reagoida, helpottavat kymmenen prosentin osuuden ylittämistä.²⁶⁰ Muiden osakkeenomistajien pitäessä osakkeensa aktivistirahastojen ei välttämättä itse tarvitse edes omistaa kymmenen prosentin osuutta kohdeyhtiöstä aktivismin toteuttamiseksi. Aktivismin onnistumiseksi enemmistön täytyy kuitenkin olla valmiina myymään osakkeensa ostotarjouksessa. Mikäli ostotarjous ei toteudu, aktivistit menettävät mahdollisuutensa pyrkiä korottamaan kohdeyhtiön osakkeista tarjottua hintaa.

²⁶⁰ Ks. Appel ym. 2016.

4. LUNASTUSOIKEUDEN TAVOITTEET

4.1 Tehokkuus

EOYL:n perustelujen mukaan lunastusoikeuden sääntely perustui ”yleisiin tehokkuusnäkökohtiin”.²⁶¹ EOYL:n kanssa saman suuntaisesti on asiaa arvioitu myös oikeuskirjallisuudessa, ja lunastusoikeuden eksplisiittiset tavoitteet vastaavat tässä suhteessa pitkälti sen tosiasiallisia tavoitteita.²⁶² Tehokkuudelle voi antaa monia määritelmiä. Tehokkuutta yleisesti määritelleen *Timosen* mukaan tehokkuus on mahdollisimman edullinen suhde panoksen ja tuoton välillä.²⁶³ EOYL:n perustelujen mukaan konserneissa esiintyy usein piileviä eturistiriitoja emoyhtiön ja tytäryhtiön muiden osakkeenomistajien välillä. Enemmistöosakkeenomistajana emoyhtiö saattaa pakottaa tytäryhtiön noudattamaan tahtoaan ottamatta huomioon kymmenen prosentin omistusosuuteen liittyviä vähemmistöoikeuksia, ja toisaalta vähemmistö saattoi kuitenkin vielä moittia yhtiökokouksen päätöksiä sekä vaatia sanktioita. Lunastusoikeuden katsottiin olevan kohtuullinen, tehokkuutta lisäävä, lainsäädännöllinen ratkaisu näihin eturistiriitoihin.²⁶⁴

Samalla vähemmistön oikeudet turvattiin säätämällä lunastusoikeutta vastaava lunastusvelvollisuus; varmistamalla niin korkea lunastushinta, että vähemmistö voi tappiotta sijoittaa pääomansa muualle; ja järjestämällä lunastamismenettely siten, että vähemmistöosakkeenomistajia uhkaava oikeudenmenetyksen vaara jää mahdollisimman pieneksi.²⁶⁵ Osakeyhtiölain uudistuksista huolimatta nykyisen lunastusoikeuden katsotaan rakentuvan vuoden 1979 osakeyhtiölain periaatteiden pohjalle.²⁶⁶ OYL 18 luvun lunastusoikeudella ja vuoden 1978 lain lunastusoikeudella on ikäerostaan huolimatta paljon yhteistä. Esimerkiksi kymmenen prosentin vähemmistöllä on yhä merkittäviä vähemmistöoikeuksia, kuten oikeus moittia yhtiökokouksen päätöstä. Lunastusoikeus voi siis olla erittäin tarpeellinen väline kustannus- ja häiriötekijöiden poistamiseksi.²⁶⁷

Ostotarjousdirektiiviä valmistellut Winterin työryhmä taas perusteli lunastusoikeuden tehokkuutta siitä näkökulmasta, että julkisen ostotarjouksen jälkeinen

²⁶¹ HE 27/1977 vp, s. 108.

²⁶² Oikeuskirjallisuudesta mm. Kaisanlahti 2002, s. 80; Villa 2018, s. 398-399.

²⁶³ Timonen 1997, s. 80.

²⁶⁴ HE 27/1977 vp, s. 107-108.

²⁶⁵ HE 27/1977 vp, s. 108.

²⁶⁶ Pönkä 2015a, s. 510.

²⁶⁷ Taivalkoski 1998, s. 986.

vähemmistöosakkeenomistajien omistusosuus yhtiössä luo monenlaisia todellisia ja potentiaalisia kustannuksia ja riskejä enemmistöosakkeenomistajalle.²⁶⁸ Toisin kuin OYL:n mukaista lunastusoikeutta, Winterin kertomuksessa lunastusoikeutta arvioitiin nimenomaan julkisen ostotarjouksen kontekstissa. Winterin kertomuksessa tehokkuutta koskeva argumentaatio voidaan jakaa kolmeen kohtaan.

Ensinnäkin, enemmistöosakkeenomistajalle aiheutuu kustannuksia siitä, ettei enemmistöosakkeenomistaja pysty täysin integroimaan kohdeyhtiön toimintaa omaan toimintaansa. Näin ollen ostotarjouksen tekemiseen liittyvät ostotarjouksen tekijän pitemmän aikavälin suunnitelmat yhtiön kehityksestä voivat myöhästyä.²⁶⁹ Vähemmistöosakkeenomistajan omistusosuus rajoittaa enemmistöosakkeenomistajan tehokasta johtamista yhtiössä ja näin ollen vähentää ostotarjouksesta mahdollisesti saatavia hyötyjä, kuten erilaisia synergiasta syntyviä hyötyjä.²⁷⁰ Näin ollen yrityskaupalla tavoiteltu yhtiön arvonnousu markkinoilla voi jäädä toteutumatta. Lisäksi vähemmistön osuus estää yhtiön osakkeen poistamisen pörssilistalta, jolla pysymisestä aiheutuu erityisiä velvollisuuksia ja kustannuksia, jotka voitaisiin muutoin välttää.²⁷¹ Tämä argumentaatio liittyy yleisemmin ostotarjouksen tarkoitukseen ja sen toteutumiseen liittyviin kysymyksiin osana yrityskauppaa. Sama ajattelu on myös sen taustalla, miksi osakkeenomistaja-aktivistille muodostuu julkisessa ostotarjouksessa niin merkittävä neuvotteluasema, vaikka kyse on vähemmistöosakkeenomistajasta.

Toiseksi, kustannuksia aiheutuu myös siitä, että yhtiön täytyy järjestää yhtiön hallinto ja muu corporate governance vähemmistöosakkeenomistajat huomioiden.²⁷² Esimerkiksi varsinainen yhtiökokous tulee järjestää huomioon ottaen vähemmistöosakkeidenomistajien osallistuminen yhtiökokoukseen sekä oikeuksien käyttäminen yhtiökokouksessa, mistä voi aiheutua huomattavia kustannuksia yhtiölle.²⁷³

Kolmanneksi, enemmistöosakkeenomistaja joutuu myös kantamaan riskin siitä, ettei vähemmistöosakkeenomistaja tarkoituksellisesti väärinkäytä oikeuksiaan. Vähemmistö voi uhkailla käyttävänsä oikeuksiaan vain lisätäkseen kustannuksia ja aiheuttaakseen häiriötä

²⁶⁸ Winterin kertomus 2002, s. 60-61.

²⁶⁹ Vos 2017, s. 4.

²⁷⁰ Winterin kertomus 2002, s. 60-61.

²⁷¹ Vos 2017, s. 3-4.

²⁷² Winterin kertomus 2002, s. 60-61.

²⁷³ McCahery ym. 2003, s. 69; Vos 2017, s. 3.

enemmistöosakkeenomistajalle, saadakseen enemmistöomistajan hyväksymään omat vaatimuksensa tai estääkseen yhtiön liiketoiminnan kehityksen.²⁷⁴ Suomessa alle kymmenen prosentin vähemmistöosuudella on yhä yhtiöoikeudellisia oikeuksia, joita osakkeenomistajat voivat käyttää,²⁷⁵ tai Winterin kertomuksen mukaisesti shikaanimaisesti *väärinkäyttää*. Winterin kertomuksessa ei tarkenneta, minkälainen käytös tarkalleen ottaen on vähemmistöoikeuksien väärinkäyttöä tai millä perustein väärinkäyttö arvioidaan. Enemmistöosakkeenomistajan oikeuksien tai aseman väärinkäyttöä voidaan arvioida yhdenvertaisuusperiaatteen kautta, mutta jos yhdenvertaisuusperiaate on luotu vähemmistön suojaksi, millä mittarilla arvioidaan vähemmistöosakkeenomistajan oikeuksien väärinkäyttöä?

Lunastusoikeuden on sittemmin katsottu vastaavan hieman tarkempaa tehokkuuden määritelmää. *Kaisanlahti* on arvioinut lunastusoikeuden tehokkuuden vastaavan Kaldor–Hicks-testin mukaista tehokkuutta.²⁷⁶ Testin lähtökohtana on arvioida muutoksen, esimerkiksi lainsäädännön muutoksen, tehokkuutta ottamatta kantaa muutosta edeltäneeseen tilanteeseen. Kaisanlahden mukaan tehokkuus lisääntyy, sillä ilman lunastusoikeutta vähemmistöosakkeenomistajat eivät välttämättä myisi osakkeitaan lainkaan, ja tehokkuuden lisäys jäisi toteutumatta.²⁷⁷ Tässä suhteessa lunastusoikeus siis vauhdittaa julkisten ostotarjouksien toteutumista. Kaisanlahden mukaan lunastusoikeuden lisäksi myös säännelty lunastusmenettely lisää tehokkuutta, sillä jos lunastusoikeuden toteuttamista ei olisi sidottu käyvän arvon maksamiseen ja legaaliseen lunastusmenettelyyn, vähemmistö voisi vaatia käypää arvoa paljon korkeamman hinnan osakkeistaan.²⁷⁸ Ilman lunastusmenettelyä vähemmistöosakkeenomistajien asema suhteessa lunastushintaan olisi siis hyvin samanlainen kuin osakkeenomistaja-aktivistien asema (jotka ovat myös yleensä vähemmistöosakkeenomistajia, vaikkakin suuremmalla omistusosuudella). Lunastusoikeuden lisätessä tehokkuutta, samassa asemassa aktivistien voi katsoa vähentävät tehokkuutta.

²⁷⁴ Winterin kertomus 2002, s. 60-61.

²⁷⁵ Yksikin osakkeenomistaja voi esimerkiksi moittia yhtiökokouksen päätöksiä tai vaatia yhtiön asettamista selvitystilaan enemmistön vaikutusvallan väärinkäytön takia. Villa 2018, s. 398-399.

²⁷⁶ Kaisanlahti 2002, s. 80. Erotuksena Pareto-testin mukaisesta tehokkuudesta, jossa tehokkuus lisääntyy, jos ainakin yksi osapuoli hyötyy ilman että muille osapuolille aiheutuu muutoksesta haittaa. Pareto-tehokkuuden määritelmä on nimetty Vilfredo Pareton (1848-1923) mukaan ja Kaldor-Hicksin mukaisen tehokkuuden määritelmä Nicholas Kaldorin (1908-1986) ja John Hicksin (1904-1989) mukaan.

²⁷⁷ Kaisanlahti 2002, s. 86

²⁷⁸ Ibid.

Kaldor–Hicks-testi ei kerro, miten hyödyn tulisi jakautua yhteiskunnassa, toisin sanoen miten arvonnousu tulisi kompensoida esimerkiksi enemmistöosakkeenomistajan tai lunastajan ja vähemmistöosakkeenomistajan kesken. Siihen kuitenkin sisältyy mahdollisuus kompensointiin.²⁷⁹ Tämän takia se sopii oikeudelliseen argumentaatioon, kun kyseessä on oikeudellinen mekanismi, jossa on tosiasialla mahdollista toteuttaa kompensatio. Kaisanlahden mukaan ilman tosiasiallista kompensatiomahdollisuutta Pareto-tehokkuus voisi olla helpompi lähtökohta yhtiöoikeudessa yhdenvertaisuusperiaatteen takia.²⁸⁰

Tehokkuusnäkökulman lisäksi Winterin kertomuksessa lunastusoikeutta perusteltiin *yleisen edun* kannalta sillä, että yhtiöitä johdetaan tehokkaasti, arvopaperimarkkinat pysyvät riittävän likvideinä, ja ostotarjousten kannattavuus ja houkuttelevuus markkinoilla lisääntyy.²⁸¹ Lunastusoikeuden puuttuminen todennäköisesti vähentäisi vapaaehtoisten julkisten ostotarjousten määrää ja niissä tarjottuja hintoja, sekä niitä tilanteita, joissa ostotarjous on tarjouksentekijälle taloudellisesti kannattava ratkaisu.²⁸² Ostotarjousten kannattavuuteen ja houkuttelevuuteen liittyvät yleistä etua koskevat argumentit ovat hyvin samanlaisia sekä lunastusoikeuden että osakkeenomistaja-aktivismin osalta. Ostotarjousta suunnitellessa ostotarjouksen tekijä joutuu valmistautumaan yhä moninaisempiin haasteisiin, joita ostotarjousprosessissa voi tulla vastaan ja varautumaan siihen, että ostotarjousprosessin kustannukset saattavat nousta riippuen mahdollisesti osakkeenomistaja-aktivismista. Toisaalta mikä vain alhaisempi lunastusraja voi tehdä ostotarjouksen tekemisestä yleisesti kannattavampaa, joten ilman yksityiskohtaisempia perusteluja ”yleiseen etuun” perustuva argumentaatio jää tässä hieman tyhjäksi.

Edellä yleisen edun taustaoletuksen mukaan, kuten myös periaatteellisella tasolla, lunastusoikeus perustuu siihen oletukseen, että täyden määräysvallan hankkiminen on yhteiskunnallisesti hyödyllistä.²⁸³ Kuitenkin jopa Euroopan komissio on jopa katsonut, etteivät ostotarjoukset aina edistä markkinoiden taloudellista tehokkuutta.²⁸⁴ Erittäin

²⁷⁹ Timonen 1997, s. 80–81.

²⁸⁰ Kaisanlahti 2002, s. 83. Timosen mukaan molemmat tehokkuuskäsitykset ovat oikeudenmukaisuuden kannalta ongelmallisia, mutta erityisesti Kaldor–Hicks-tehokkuuden käyttäminen yksityisoikeudessa on ongelmallista, sillä yksityisoikeudessa ei yleensä toteuteta kohdennettuja kompensatiota. Timonen 1997, s. 81; Pönkä 2012, s. 107.

²⁸¹ Winterin kertomus 2002, s. 61. Kaisanlahti ja Timonen ovat myös yhdistäneet yleisen edun lunastusoikeuden arvioinnissa siihen, että yhtiön hallinto on järjestetty tehokkaalla ja tarkoituksenmukaisella tavalla. Muistio yhtiö- ja arvopaperimarkkinainsäädännöstä 2002, s. 14.

²⁸² Winterin kertomus 2002, s. 61; Clerc ym. 2012, s. 88.

²⁸³ Clerc ym. 2012, s. 88.

²⁸⁴ Tämä johtuu komission mukaan siitä, etteivät rationaalisen käyttäytymisen, markkinatoimijoiden riittävän tiedonsaannin ja liiketoimikustannusten puuttumisen edellytykset aina täyty. Komission kertomus ostotarjousdirektiivin soveltamisesta 2012, s. 5.

alhainen lunastusoikeuden raja voi lisäksi kannustaa ostotarjouksiin, jotka eivät tuo markkinoille lisäarvoa. Täyden omistuksen hankkiminen ei nimittäin ole yhteiskunnallisesti hyödyllistä, jos se mahdollistaa helpon ostotarjouksen, johon uponneet kustannukset ostotarjouksen tekijä voi korvata kohdeyhtiön varoista.²⁸⁵ Markkinoiden kokonaistehokkuuden kannalta lunastusoikeus ei siis saa olla liian alhainen.

Markkinoiden tehokkuus voi myös hyötyä vahvoista vähemmistöoikeuksista. Vähemmistön oikeusturvan on tutkittu olevan yhteydessä arvopaperimarkkinoiden kehittyneisyyteen.²⁸⁶ Sen on katsottu myös edistävän arvopaperimarkkinoiden toimintaa ja parantavan pääoman saatavuutta, mikä edistää yritysten kasvua.²⁸⁷ Vahvojen vähemmistöoikeuksien markkinoilla on esimerkiksi suora positiivinen korrelaatio tehtyjen pörssilistautumisten määrään.²⁸⁸ Vähemmistöosakkeenomistajien oikeuksien turvaaminen siis jossain määrin lisää markkinoiden kokonaistehokkuutta. Monissa EU-jäsenvaltioissa kuitenkin säädetään jo lunastusrajaa tosiasiassa alentavista oikeudellisista mekanismeista.²⁸⁹

Lunastusoikeudella saatava tehokkuus on liitetty myös ostotarjouksissa ilmenevään vapaamatkustajaongelmaan, jonka mukaan osakkeenomistavat pitävät osakkeensa sillä seurauksella, ettei ostotarjous menesty tavoitelulla tavalla, vaikka osakkeenomistaja olisi halunnut tarjouksen menestyvän.²⁹⁰ Vaikka ostotarjous menestyisi, kohdeyhtiöön voi jäädä osakkeenomistajia, joiden tarkoituksena on vapaamatkustaa enemmistöosakkeenomistajan mahdollisesti luomalla arvonnousulla.²⁹¹ Lunastusoikeutta hyödyntämällä enemmistöosakkeenomistaja saa yrityskaupasta tulevat hyödyt kokonaan itselleen, mutta tosiasiassa lunastusoikeuden 90 prosentin lunastusraja on niin korkea, ettei sillä juurikaan voi ehkäistä vapaamatkustajaongelmaa.

²⁸⁵ Clerc ym. 2012, s. 194.

²⁸⁶ McCahery ym. 2003, s. 4.

²⁸⁷ Timonen 1997, s. 190.

²⁸⁸ McCahery ym. 2003 s. 5

²⁸⁹ Lisää aiheesta luvussa 4.3.

²⁹⁰ Grossman – Hart 1980, s. 43.

²⁹¹ Vos 2017, s. 9.

4.2 Vähemmistöosakkeenomistajan oikeudet

4.2.1 Vähemmistön oikeussuoja

Tehokkuuden vastinparina lunastusoikeuden sääntelyssä on vähemmistöosakkeenomistajien oikeussuoja.²⁹² Vähemmistön oikeuksia turvaamisen sisältöä ei ole EOYL:n esitöissä tarkemmin määritelty, vaikka vähemmistön suojaksi säädettiin kolme säännöstä: lunastusvelvollisuus, vaatimus käyvän arvon maksamisesta sekä lakisäättäinen lunastusmenettely.²⁹³ Nykyisen OYL:n sääntöjen tulkintaa ohjaavat OYL 1 luvun periaatteet.²⁹⁴ Näistä erityisesti yhdenvertaisuus (OYL 1:7) ja osakkeen luovutettavuus (OYL 1:4) liittyvät vähemmistöoikeuksiin. Winterin kertomuksessa puolestaan korostettiin vähemmistön osakkeiden omistusoikeuden merkitystä lunastuksen arvioimisessa.²⁹⁵

Lunastusvelvollisuuteen, käyvän arvon maksamiseen ja lakisäättäisen lunastusmenettelyyn liittyy vähemmistösuojan kannalta monenlaisia päällekkäisiä intressejä. Esimerkiksi sekä käyvän arvon maksamisella että lunastusmenettelyllä on merkitystä yhdenvertaisuusperiaatteen kannalta, mutta lunastusmenettelyllä on samalla myös merkitystä vähemmistöosakkeenomistajien oikeusturvan kannalta.²⁹⁶ Oikeusturvan osalta OYL 18 luvun mukaisen lakisääteisen välitysmenettelyn on katsottu täyttävän osakkeenomistajan PL 21 §:n mukaisen vaatimuksen oikeusturvasta.²⁹⁷ Lisäksi jo edellä tehokkuuden osalta mainitun mukaisesti pörssiyhtiöiden vähemmistöosakkeenomistajien oikeuksia on voitu haluttu suojata myös sen takia, että pörssissä kauppaa käyvät sijoittajat voivat luottaa markkinoiden toimivuuteen ja puolueettomuuteen.²⁹⁸ Seuraavaksi lunastusoikeutta tarkastellaan vähemmistöosakkeenomistajien suojan kannalta keskeisten periaatteiden eli OYL:n mukaisten yhdenvertaisuusperiaatteen ja osakkeen luovutettavuuden periaatteen näkökulmasta sekä Winterin kertomuksen mukaisesti Suomen perustuslaissakin turvatus omaisuudensuojan (PL 15 §) näkökulmasta.

²⁹² HE 27/1977 vp, s. 108; Van der Elst – Van den Steen 2009, s. 434.

²⁹³ Esitöissä vähemmistösuojaa säätämisen perustellaan yksinkertaisesti toteamalla, että *säännös, jolla emoyhtiö oikeutetaan lunastamaan tytäryhtiön vähemmistölle kuuluvat osakkeet, tarvitsee täydennyskseen vähemmistöosakkeenomistajien oikeussuojaa koskevia säännöksiä*. HE 27/1977 vp, s. 108.

²⁹⁴ Mähönen – Villa 2014, s. 194-195.

²⁹⁵ Winterin kertomus 2002, s. 60-61.

²⁹⁶ Mähönen – Villa 2015, s. 108. Oikeusturva suppeassa merkityksessään tiivistyy PL 21 §:än oikeusturvasta, mutta laajemmassa merkityksessä oikeusturvaa pidetään yhtenä oikeusjärjestelmän kantavista periaatteista ja sen osalta voidaan puhua muun muassa ennakkolisesta, jälkikäteisestä, muodollisesta, materiaalisesta tai menettelyllisestä oikeusturvasta. Koivisto 2013, s. 1033.

²⁹⁷ Mähönen – Villa 2015, s. 67.

²⁹⁸ Sillanpää 1995, s. 216.

4.2.2 Yhdenvertaisuus

Yhdenvertaisuus on yksi osakeyhtiöoikeuden keskeisimpiä periaatteita.²⁹⁹ Yhdenvertaisuusperiaatteen pääasiallisena tarkoituksena on suojata vähemmistöosakkeenomistajan oikeuksia.³⁰⁰ OYL:ssa vähemmistön suojaksi annettuja säännöksiä voidaan pitää yhdenvertaisuusperiaatteen ilmentyminä yksittäistapauksessa.³⁰¹ Tällöin sillä on merkitystä myös lunastusoikeuden arvioinnissa vähemmistöosakkeenomistajien suojan osalta. Lisäksi yhdenvertaisuusperiaate lisää sijoittajien luottamusta yhtiöön, sillä yhdenvertaisuusperiaatteen avulla voidaan turvata, että kaikkia osakkeenomistajia kohdellaan yhtiössä tasavertaisesti.³⁰² Tämä myös lisää arvopaperimarkkinoiden luotettavuutta ja näin ollen houkuttelevuutta sijoittajille.³⁰³

Yhdenvertaisuusperiaate on kirjoitettu OYL 1:7 §:än, jonka mukaan kaikki osakkeet tuottavat yhtiössä lähtökohtaisesti yhtäläiset oikeudet, eikä yhtiökokous tai yhtiön johto saa tehdä päätöstä tai ryhtyä muuhun toimenpiteeseen, joka on omiaan tuottamaan osakkeenomistajalle tai muulle epäoikeutettua etua yhtiön tai toisen osakkeenomistajan kustannuksella. Yhdenvertaisuus siis sisältää enemmistöosakkeenomistajalle ja johdolle suunnatun kiellon väärinkäyttää määräysvaltaa yhtiössä.³⁰⁴ Yhdenvertaisuusperiaate voi tulla sovellettavaksi, vaikka osakeyhtiölain säännöksiä olisi muodollisesti noudatettu.³⁰⁵ Yhdenvertaisuusperiaatteen toteutumista arvioidaan kokonaisuutena ottaen huomioon yhtiön ja sen kaikkien osakkeenomistajien etu sekä se, pysyykö osakkeenomistajien taloudellinen asema muuttumattomana tai paraneeko osakkeenomistajien taloudellinen asema mahdollisimman tasaisesti.³⁰⁶ Käytännössä on kuitenkin mahdotonta aina toimia niin, että kaikkia osakkeenomistajia kohdeltaisiin täysin yhdenvertaisesti.³⁰⁷

Lunastusoikeutta voidaan käyttää ostotarjouksen päättymisen jälkeen, kun ostotarjouksen tekijä on saanut yli 90 prosenttia yhtiön äänistä ja osakkeista, ja näin ollen siitä on tullut yhtiön enemmistöosakkeenomistaja. Toisaalta OYL:n mukaisen yhdenvertaisuusperiaatteen

²⁹⁹ Periaate löytyy nykyään osakeyhtiölaista, mutta sen katsottiin vaikuttavan yhtiöoikeudessa ilman nimenomaista säännöstäkin jo ennen kuin sitä oli kirjattu lakiin. Sillanpää 1994, s. 102; Villa 2008, s. 564. Oikeuskäytännöstä muun muassa KKO 1944 II 157.

³⁰⁰ HE 109/2005 vp, s. 39.

³⁰¹ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018a, s. 39.

³⁰² Kaisanlahti 2002, s. 84-85.

³⁰³ Sillanpää 1995, s. 217.

³⁰⁴ HE 27/1977, s. 68; Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018a, s. 40.

³⁰⁵ HE 109/2005 vp, s. 38.

³⁰⁶ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018a, s. 44.

³⁰⁷ Sillanpää 1994, s. 106.

soveltuminen on mahdollista ulottaa yhtiön osakkeenomistajien lisäksi myös esimerkiksi sulautuvan yhtiön osakkeenomistajaan.³⁰⁸ Samalla tulkinnalla yhdenvertaisuusperiaatetta voisi olla mahdollista soveltaa jo ostotarjouksen tekijään, mikäli ostotarjouksen tiedetään toteutuvan, mutta ostotarjouksen tekijästä ei ole tullut vielä kohdeyhtiön varsinaista osakkeenomistajaa. Toisaalta oikeuskirjallisuudessa on myös katsottu, että yhdenvertaisuusperiaate nimenomaan ei suojaa ostotarjouksen tekijää, sillä OYL:n mukainen periaate rajoittuu yhtiön sisäisiin suhteisiin.³⁰⁹

Aiemmin mainittu tehokkuutta mittaava Kaldor–Hicks-testi ei lähtökohtaisesti ole yhdenvertaisuusperiaatteen mukainen, mutta siihen liittyy hypoteettinen kompensatiomahdollisuus, eli ajatus siitä, että muutoksesta enemmän hyötyvät voisivat kompensoida saamaansa etua niille, joille muutoksesta on aiheutunut enemmän haittaa.³¹⁰ *Kaisanlahti* on katsonut lunastusoikeuden menevän yhdenvertaisuuden osalta Kaldor–Hicks-testin kompensatiomahdollisuutta pidemmälle, sillä toisin kuin testissä, lunastusoikeuden toteuttaminen tosiasiaassa edellyttää käyvän arvon maksamista vähemmistölle. Lunastuksesta aiheutuvia haittoja siis kompensoidaan todellisuudessa käyvän arvon mukaisesti.³¹¹

Kaisanlahti perustelee lunastusoikeuden yhteensopivuutta yhdenvertaisuusperiaatteeseen sillä, että ”*yhdenvertaisuus turvataan kohtelemalla kaikkia osakkaita samalla tavalla heidän osakeomistuksensa mukaisessa suhteessa, jolloin kullekin osakkeelle kuuluu yhtäläinen tuotto*”.³¹² Lunastusoikeus ja legaalinen lunastusmenettely ovat perusteltuja tehokkuusnäkökulmasta, mutta *Kaisanlahden* mukaan nimenomaan käyvän arvon maksaminen ja lakisääteinen lunastusmenettely turvaavat myös yhdenvertaisuutta, sillä jos vähemmistöosakkeenomistajia olisi useampi, osakkeen hinnasta neuvottelemisen jokaisen kohdalla erikseen voisi asettaa vähemmistöosakkeenomistajat keskenään eriarvoiseen asemaan.³¹³ Lunastusmenettely siis palvelee yleisen tehokkuuden lisäksi siis osakkeenomistajien yhdenvertaisuutta. *Kaisanlahden* näkökulma lunastuksen yhdenvertaisuudesta on mielenkiintoinen, koska varsinaisella lunastusrajalla ei tällöin olisi yhdenvertaisuuden kannalta mitään merkitystä. Vähemmistöosakkeenomistajien välinen

³⁰⁸ Sillanpää 1994, s. 114; HE 109/2005 vp, s. 40; Mähönen – Villa 2015, s. 364-365.

³⁰⁹ Timonen 1997, s. 309; Savela 1999, s. 219.

³¹⁰ *Kaisanlahti* 2002, s. 80.

³¹¹ *Kaisanlahti* 2002, s. 85-86.

³¹² *Kaisanlahti* 2002, s. 86.

³¹³ *Ibid.*

yhdenvertaisuus voitaisiin turvata millä vaan lunastusrajalla, kunhan lunastukseen osallistuvia osakkeenomistajia kohdeltaisiin yhdenvertaisesti.

Lisäksi Kaisanlahden lunastusoikeutta koskevassa yhdenvertaisuusperiaatteen arvioinnissa näkökulma on korostetun taloudellinen. Yhdenvertaisuutta arvioidaankin usein nimenomaan taloudellisena yhdenvertaisuutena muodollisen yhdenvertaisuuden sijaan.³¹⁴ Lunastuksen osalta osakkeenomistajilla ei voida katsoa olevan muodollisesti yhdenvertaista oikeutta päättää, myykö osakkeenomistaja osakkeensa. Yhdenvertaisuuden toteutuminen yhdistetään taloudellisen tuoton saamiseen. Koska käyvän arvon määrittelemineen perustuu ostotarjouksessa tarjottuun vastikkeeseen, yhdenvertaisuus myös muita osakkeenomistajia kohtaan toteutuu suhteessa saatuun tuottoon. Ottaen huomioon arvopaperimarkkinoiden luonteen osana rahoitusmarkkinoita, tämä vaikuttaa perustellulta ratkaisulta.

Kaisanlahti ei kuitenkaan ota kantaa taustalla vaikuttavaan enemmistöosakkeenomistajien ja vähemmistöosakkeenomistajien väliseen päämies-agenttisuhteeseen.³¹⁵ Tämän suhteen ja luottamuksen yhtiön järjestämiseksi solmittujen sopimusten pitävyydestä on katsottu olevan yhdenvertaisuusperiaatteen taustalla.³¹⁶ Villan mukaan yhdenvertaisuusperiaate muodostaakin kulmakiven osakkeenomistajien keskinäisten suhteiden määrittämiseksi.³¹⁷ Koska lunastusoikeudesta säännellään laissa, osakkeenomistajalle ei voi tulla yllätyksenä enemmistöosakkeenomistajan mahdollisuus osakkeiden lunastukseen julkisen ostotarjouksen jälkeen, päinvastoin, mikäli ostotarjouksen tekijä on ilmoittanut tarjousasiakirjassa lunastavansa osakkeet ostotarjouksen päätyttyä, vähemmistöosakkeenomistajalla on ennemminkin oikeus luottaa sen toteutumiseen. Lisäksi kyseessä ei ole enemmistöosakkeenomistajien perusteeton suosiminen vähemmistöosakkeenomistajien kustannuksella,³¹⁸ vaan lunastusoikeus on lähes välttämätön mekanismi täyden omistuksen saavuttamiseksi.

Julkisessa ostotarjouksessa ostotarjouksen tekijän tulee kohdella kohdeyhtiön osakkeenomistajia tasapuolisesti.³¹⁹ Villan mukaan arvopaperimarkkinaoikeudellinen tasapuolisen kohtelun vaatimus ja osakeyhtiöoikeudellinen yhdenvertaisuusperiaate ovat

³¹⁴ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018a, s. 44.

³¹⁵ Kraakman – Armour – Hansmann 2017, s. 29-30; Vos 2017, s. 4.

³¹⁶ Villa 2008, s. 567; Mähönen – Villa 2015, s. 353 ja 357.

³¹⁷ Villa 2008, s. 566.

³¹⁸ HE 109/2005 vp, s. 39; Mähönen – Villa 2015, s. 355.

³¹⁹ AML 11:7:n mukaan *julkisen ostotarjouksen tekijä ei saa asettaa kohdeyhtiön 1 §:ssä tarkoitettujen arvopaperien haltijoita eriarvoiseen asemaan (tasapuolinen kohtelu).*

lähes yhteismitallisia.³²⁰ Myös *Sillanpää* on katsonut, että tasapuolisuuden periaatteen sisältö on hyvin lähellä OYL:n mukaista yhdenvertaisuusperiaatetta.³²¹ Tällöin yhtiö- ja arvopaperimarkkinaoikeuden kiinteän yhteyden takia yhdenvertaisuuden ja tasapuolisuuden periaatteiden soveltamisessa ei voida antaa kovin eriävää tulkintaa.³²² Tasapuolisen kohtelun periaatteen on jopa katsottu olevan yhdenvertaisuusperiaatteen jatkumo arvopaperimarkkinaoikeudessa, mutta OYL 1:7 § ei kuitenkaan sovellu arvopaperimarkkinaoikeuteen ilman nimenomaista säännöstä.³²³

Osakkeenomistaja-aktivismi pyrkii nostamaan ostotarjouksessa tarjottua vastiketta hankkimalla tarpeeksi ison osuuden kohdeyhtiöstä. Aktivisti pysyy vähemmistöomistajana, mutta hankkii tarpeeksi ison osuuden, jotta lunastusoikeus ei voida soveltaa. Lunastuksessa osakkeenomistaja saisi käyvän arvon mukaisen vastikkeen. Omistusoikeuden jatkuttua ostotarjouksen jälkeisen hyvitysvastavuuden yhdeksän kuukauden määräajan jälkeen, osakkeenomistaja-aktivisti pääsee hyötymään korotetusta vastikkeesta ilman, että ostotarjouksen tekijän/nykyisen enemmistöosakkeenomistajan tulee hyvittää paremmin ehdoin tapahtunutta hankintaa muille osakkeenomistajille.

Osakkeenomistaja-aktivismi tippuu mielenkiintoisella tavalla arvopaperimarkkinaoikeudellisen tasapuolisen kohtelun ja yhtiöoikeudellisen yhdenvertaisuuden väliin. Hyvitysoikeudelle turvataan osakkeenomistajien tasapuolista kohtelua, mutta yhdeksän kuukauden jälkeen sen soveltuvuus lakkaa. Yhdeksän kuukautta on siis katsottu rajaksi julkisen ostotarjouksen vaikutusten päätymiselle. Toisaalta lunastusmenettelyn tuoma yhdenvertaisuus toimii vasta alle kymmenen prosentin vähemmistölle, joten sitä suurempien vähemmistöosakkeenomistajan yhdenvertaisuutta ei enää ostotarjouksen jälkeen turvata. Vasta lunastusoikeuden soveltuessa vähemmistöosakkeenomistajien taloudellinen yhdenvertaisuus on turvattu. Näin ollen lunastusoikeuden käytön yhteydessä lunastusmenettely turvaa osakkeenomistajien yhdenvertaisuutta, mutta suuremmat vähemmistöosakkeenomistajat voivat kiertää sekä lunastusmenettelyn turvaavan yhdenvertaisuuden, että hyvitysvastavuuden turvaavan

³²⁰ Villa 2008, s. 580. Villan mukaan on olemassa kuitenkin tilanteita, joissa näin ei ole. Yhdenvertaisuusperiaatteen ja tasapuolisen kohtelun periaatteiden eroista, ks. Villa 2008, s. 572- 576.

³²¹ Sillanpää 1994, s. 114.

³²² Sillanpää 1994, s. 114-115.

³²³ Ibid.

tasapuolisuuden hankkimalla tarpeeksi ison omistuksen ja odottamalla yhdeksän kuukautta ostotarjouksen päättymisen jälkeen.

4.2.3 Osakkeen vapaa luovutettavuus

Osakkeen vapaan luovutettavuuden periaate on yksi osakeyhtiölain keskeisistä periaatteista yhdenvertaisuusperiaatteen lisäksi. Osakkeen luovutettavuus tarkoittaa, että osakkeenomistaja voi luovuttaa osakkeen haluamalleen ostajalle haluamillaan ehdoilla.³²⁴ Julkisissa yhtiöissä osakkeen vapaa luovutettavuus on pääsääntö, mutta yksityisissä yhtiöissä vapaata vaihdettavuutta voidaan rajoittaa.³²⁵ Käytännössä luovutettavuus sisältää myös osakkeen omistuksen siirtämisen lahjana tai testamentilla sekä esimerkiksi osakkeen panttaamisen tai ulosmittaamisen, minkä takia luovutettavuuteen on viitattu myös käsitteellä ”osakkeiden vapaa vaihdanta”.³²⁶

Osakkeen luovutettavuus korostuu arvopaperimarkkinoilla, sillä osakkeen vapaa luovutettavuus on ehto pörssiin pääsemiselle.³²⁷ Osakkeen arvo määräytyy kysynnän ja tarjonnan perusteella ja tällöin osakkeenomistaja ratkaisee, minkälaisilla ehdoilla ja hinnalla hän on valmis hyväksymään tarjouksen.³²⁸ Näin osakkeen vapaa vaihdanta turvaa osakesijoituksen likviditeetin. Osakkeenomistaja voi siis milloin vaan päättää irtautua yhtiöstä ja muuttaa omistuksensa rahaksi tai vastaavasti hankkia yhtiön osakkeita.³²⁹ Oikeudellisesti vapaa vaihdettavuus näkyy osakkeenomistajien rajoitettuna vastuuna sekä yhtiön oman pääoman pysyvyyteen liittyvinä säännöksinä, joilla turvataan liiketoiminnan jatkuvuus ja velkojansuoja.³³⁰

Lunastusoikeudella rajoitetaan osakkeen vapaata luovutettavuutta, sillä alle kymmenen prosentin osuus voidaan lunastaa huolimatta osakkeenomistajan oikeudesta osakkeen vapaaseen luovutettavuuteen.³³¹ Lunastustilanteessa osakkeenomistaja ei siis voi luovuttaa osaketta kenelle tahansa, vaan osake siirtyy vähemmistöosakkeenomistajalta lunastajalle,

³²⁴ Sillanpää 1995, s. 216; Immonen 2014, s. 43.

³²⁵ Mähönen – Villa 2013, s. 27-28; Mähönen – Villa 2014, s. 191.

³²⁶ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018a, s. 25.

³²⁷ Pörssin säännöt 2019, s. 14.

³²⁸ Kaisanlahti 2002, s. 75. Yhtiöoikeudessa osakkeen markkina-arvon määräytymisen perusteet eivät ole kovin olennaisia, mutta taloustieteellisessä markkinahinnan määrittämistä tutkitaan erilaisilla arvonmääritysteorioilla. Osakkeiden hinnoittelusta vastaavat pääasiassa arvopaperimarkkinoilla toimivat ammattimaiset sijoittajat. Kaisanlahti 1999b, s. 719.

³²⁹ HE 109/2005 vp, s. 38.

³³⁰ Kraakman ym. 2017a, s. 6.

³³¹ Nuolimaa 2004, s. 250.

joka on yleensä enemmistöosakkeenomistaja. Winterin kertomuksen mukaan pieni vähemmistöosakkeenomistaja ei kuitenkaan välttämättä saisi kohtuullista korvausta markkinoilta tai osaketta lainkaan myytyä myöhemmin, jos yhtiön määräysvalta on hyvin keskittynyt. Yhtiön markkina-arvo saattaa lähteä laskuun, jos yhtiön osakkeilla ei voi enää käydä kauppaa markkinoilla.³³² Likviditeetin heikentymisen estäminen ei kuitenkaan liity varsinaisesti lunastusoikeuden tavoitteisiin, vaan on osa lunastusvelvollisuuden säätämisen perusteita lunastusoikeutta tasapainottavana säännöksenä.

Vähemmistöllä on siis oikeus vaatia osakkeidensa lunastusta, vaikka ostotarjouksen tekijä ei käyttäisikään lunastusoikeutta. Lunastusvelvollisuus myös vähentää ostotarjouksessa osakkeenomistajiin kohdistuvaa painetta myydä osakkeensa ja suojaa enemmistöosakkeenomistajan aseman väärinkäytöltä.³³³ Lunastusvelvollisuuden myötä vähemmistö ei jää loukkuun vähemmistöosuutensa takia. Vaikka sijoittamisessa on hyväksyttävä siihen liittyvät riskit,³³⁴ lunastusvelvollisuuden tarjoama likviditeetti myös kannustaa sijoittamaan uudelleen.³³⁵ Toisaalta lunastuksen perusteella maksettava lunastushinta ei saisi lähtökohtaisesti olla korkeampi kuin ostotarjouksessa maksettu hinta, jottei lunastusvelvollisuutta käytetä keinotteluun hinnan korottamiseksi.³³⁶

Osakkeenomistaja on yleensä tietoinen osakkeeseensa kohdistuvasta julkisesta ostotarjouksesta ja voi arvioida lunastusoikeutta ja osakkeen luovutettavuuteen liittyviä vaihtoehtoja etukäteen. Osakkeenomistajat kuitenkin eroavat toisistaan omistusosuuksien, hallussa olevan informaation ja osakkeen myymisen käytännön nopeuden osalta.³³⁷ Osakkeenomistaja voi esimerkiksi pitää ostotarjouksessa tarjottua hintaa liian alhaisena yhtiön arvoon nähden, osakkeenomistajalla voi olla enemmistöosakkeenomistajan kanssa eriävät intressit, tai osakkeenomistaja voi arvioida, että jäljelle jäävällä osakkeiden vähemmistöllä on ostotarjouksen tekijälle korkeampi arvo, jolloin osakkeesta voisi saada

³³² Winterin kertomus 2002, s. 62.

³³³ Winterin kertomus 2002, s. 62-63.

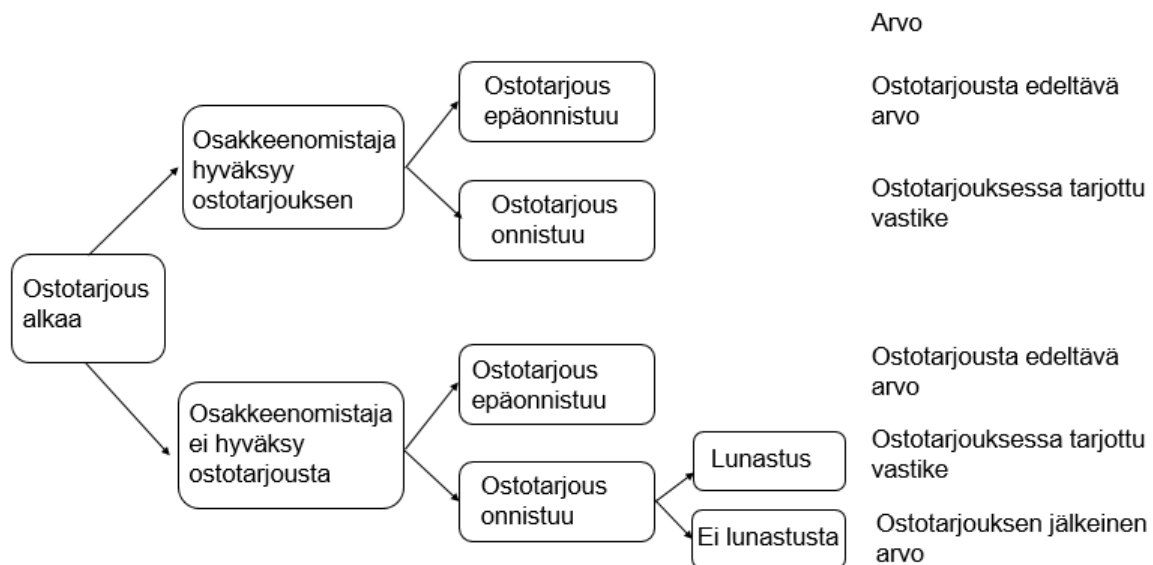
³³⁴ Sijoittamiseen liittyy yritysrisi, jota voidaan välttää sijoitusten hajauttamisella, sekä markkinariski, joka kohdistuu koko kansantalouteen. Tehokkailla arvopaperimarkkinoilla osakkeiden yleisen kurssitason ajatellaan asetuvan sellaiselle tasolle, joka korvaa markkinariskin ottamisen. Kaisanlahti 1999a, s. 70.

³³⁵ Clerc ym. 2012, s. 88.

³³⁶ Winterin kertomus 2002, s. 62.

³³⁷ Cohen 1991, s. 361.

korkeamman hinnan myöhemmin.³³⁸ *Van der Elst* ja *Van den Steen* ovat määrittäneet viisi erilaista vaihtoehtoa osakkeenomistajalle julkisessa ostotarjouksessa kuvan 1 mukaisesti.³³⁹



Kuva 1. Osakkeenomistajan vaihtoehdot ostotarjouksessa ja osakkeen arvo.

Jos ostotarjous ei menesty, osakkeenomistajan asema ei teoriassa muutu riippumatta siitä, luovuttaako hän osakkeensa vai ei. Jos ostotarjous menestyy ja osakkeenomistaja hyväksyy tarjouksen, hän saa ostotarjouksen mukaisen vastikkeen. Kaikista kohdeyhtiön osakkeista ja niihin oikeuttavista kohdeyhtiön arvopapereista tehdyssä vapaaehtoisessa ostotarjouksessa tarjousvastike on lähtökohtaisesti korkein hinta, jonka ostotarjouksen tekijä on maksanut tarjouksen kohteena olevista arvopapereista ostotarjouksen julkistamista edeltävän kuuden kuukauden aikana, ellei ole erityistä syytä poiketa tästä hinnasta.

Jos ostotarjous menestyy, mutta osakkeenomistaja ei luovuta osakettaan, osakkeenomistajan asema riippuu siitä, lunastetaanko osake jälkeinpäin joko lunastusoikeuteen tai -velvollisuuteen vedoten. *Van der Elst* ja *Van den Steen* näkemyksen mukaan osakkeenomistaja saa parhaimman tuoton hyväksymällä ostotarjouksen. Tämä johtuu siitä, että osakkeen tarjousta edeltävä arvo on yleensä tarjouksessa maksettavan preemion myötä tarjousvastiketta alhaisempi. Lisäksi on epätodennäköistä, että ostotarjouksen tekijä antaisi

³³⁸ Clerc ym. 2012, s. 193.

³³⁹ *Van der Elst – Van den Steen* 2006, s. 10. Kuvassa on esitetty kohdeyhtiön osakkeenomistajan vaihtoehdot suhteessa yhtiöön kohdistuvaan julkiseen ostotarjoukseen ja eri vaihtoehtojen mukainen osakkeen arvo. Kuvan 1 lähde on *Van der Elst – Van den Steen* 2006, s. 56.

osakkeenomistajan vapaamatkustaa ostotarjouksen jälkeisellä arvolla, jos osakkeenomistajan voi lunastaa pois.³⁴⁰ Tämä näkemys ei kuitenkaan täysin vastaa todellisuutta, sillä epäonnistuneen ostotarjouksen kohteena olevan yhtiön arvo voi ainakin väliaikaisesti myös laskea.³⁴¹

Kaikki osakkeenomistajat eivät myöskään vastusta ostotarjousta tarkoituksellisesti. Winterin kertomuksessa lunastusoikeuden toteuttamisen 95 prosentin enimmäismäärän perusteluissa otettiin huomioon ne käytännön ongelmat, jotka aiheutuvat tuntemattomista osakkeenomistajista.³⁴² Näillä osakkeenomistajilla ei ole edes mahdollista toteuttaa osakkeen luovutettavuuden periaatetta suhteessa ostotarjoukseen, koska heillä ei ole välttämättä tietoa osakeomistuksesta tai siihen kohdistuvasta ostotarjouksesta.

Laissa esiintyy myös toinen hyvin lunastusvelvollisuuden kaltainen instituutio, pakollinen ostotarjous. Pakollisessa ostotarjouksessa, jossa osakkeenomistajan, jonka ääniosuus kasvaa yli 30 prosentin tai yli 50 prosentin kohdeyhtiön osakkeiden äänimäärästä, on tehtävä julkinen ostotarjous kohdeyhtiön kaikista osakkeista (AML 11:19). Lisäksi lunastusvelvollisuudesta, jolla poiketaan vapaasta luovutettavuudesta, määrätään käytännössä myös yhtiöjärjestyksissä. Julkisissa, pörssinoteeratuissa yhtiöissä lunastusvelvollisuutta alentavan yhtiöjärjestyksen määräyksen käyttöä, niin sanottua myrkkypilleriä, pidetään melko yleisenä.³⁴³ Lunastusoikeuden vastinparin lunastusvelvollisuuden rajan alentaminen voisi siis olla listattujen yhtiöiden osalta mahdollista. Olettamaa ei ainakaan suoraan tyrmätty tapauksessa KKO 2005:122, jossa lähestyttiin mahdollisuutta alentaa lunastusvelvollisuuden rajaa.³⁴⁴ Lunastusoikeutta ja -velvollisuutta ei ole kuitenkaan juuri oikeuskäytännössä käsitelty, joten yhden tapauksen perusteella on vaikea vetää asiasta johtopäätöksiä. OYL 18 luvun mukainen lunastusvelvollisuus säädettiin turvaamaan vähemmistön oikeuksia vastapainona

³⁴⁰ Van der Elst – Van den Steen 2006, s. 10. Osakkeenomistajien pyrkimyksestä vapaamatkustaa ostotarjouksen tuomalla potentiaalisella arvonnousulla, ks. Grossman – Hart 1980, s. 43.

³⁴¹ Esimerkiksi Baswaren osakekurssi putosi 20 prosenttia Tradeshiftin ostotarjouksen epäonnistumisen jälkeen. Ks. Kauppalehti: Alkuvuoden kovimmat kurssiraketit ponkaisivat Helsingissä yli 80 prosenttia – Baswaresta pihisivät ilmat pihalle, 1.7.2019

³⁴² Winterin kertomus 2002, s. 64; Clerc ym. 2012, s. 194-195.

³⁴³ Myrkkypillerillä tarkoitetaan yhtiöjärjestyksen määräystä, joka velvoittaa osakkeenomistajan tekemään ostotarjouksen yhtiön muista osakkeista, kun osakkeenomistajan omistus ylittää tietyn rajan. Oikeuskirjallisuudessa on esitetty erilaisia näkemyksiä määräyksen hyväksyttävyydestä. Mähönen – Säiläkivi – Villa 2006 s. 285; Pönkä 2015a, s. 511-512; Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018a, s. 27.

³⁴⁴ KKO 2005:122. Kysymys oli yhtiökokouksen tekemien päätösten pätevytydestä, kun yhtiöjärjestyksestä muutettiin lisäämällä siihen muun muassa määräys osakkeiden lunastamisvelvollisuudesta. Määräyksen mukaan osakkeenomistaja, jonka osuus kaikista osakkeista tai niiden tuottamasta äänimäärästä saavutti tai ylitti kymmenen prosenttia, 33 1/3 prosenttia, 50 prosenttia tai 66 2/3 prosenttia, oli velvollinen muiden osakkeenomistajien vaatimuksesta lunastamaan näiden omistamat osakkeet.

lunastusoikeudelle, joten lunastusvelvollisuuden rajaa alentavat näkökohdat vahvistavat aina vähemmistön asemaa. Laissa määritellyt poikkeukset vapaaseen luovutettavuuteen, lunastus ja pakollinen ostotarjous, liittyvät määräysvallan keskittymiseen yhtiössä.

Osakkeen lunastushinta on määritettävä välimiesmenettelyn vireille tuloa edeltävän ajankohdan käyvän hinnan mukaan. Vapaaehtoisen julkisen ostotarjouksen jälkeen, kun lunastaja on tarjouksen perusteella saanut haltuunsa vähintään yhdeksän kymmenesosaa tarjouksen kohteena olleista osakkeista, käypänä hintana pidetään julkisessa ostotarjouksessa tarjottua hintaa, jollei muuhun ole erityistä syytä.

Vaikka osakkeen vapaaseen luovutettavuuteen sisältyy poikkeuksia, se on keskeinen osa arvopaperimarkkinoita, ja mahdollistaa myös osakkeenomistaja-aktivismin. Julkisessa ostotarjouksessa tapahtuvaan osakkeenomistaja-aktivismiin suorastaan kiteytyy vapaan luovutettavuuden idea siitä, että osakkeenomistaja voi luovuttaa osakkeen haluamalleen ostajalle haluamillaan ehdoilla. Haluttu ostaja on koko ajan tiedossa, mutta ehdoista neuvotellaan. Käytännössä samanlainen tilanne olisi myös alle kymmenen prosentin osuuden alittavalla vähemmistöllä, jos lunastusoikeutta ei olisi. Kun aktivistiin ei voi yletää lunastusoikeuden kaltaisia vapaasta luovutettavuudesta poikkeavia sääntöjä, aktivistilla on täysi vapaus neuvotella mahdollisimman korkea hinta osakkeistaan.

4.2.4 Omaisuudensuoja

Julkinen ostotarjous osoitetaan kohdeyhtiön osakkeenomistajille. Osake ei tuota omistajalleen suoraa omistusta yhtiön omaisuudesta, vaan osakkeenomistaja omistaa yhtiön antaman osakkeen ja tämän omistusoikeuden sisältö puolestaan perustuu osakkeen tuottamiin oikeuksiin ja velvollisuuksiin.³⁴⁵ Osakkeenomistajalla on osakkeen omistuksen myötä yksinoikeus osakkeen tuottamien oikeuksien käyttämiseen.³⁴⁶ Winterin kertomuksessa korostetaan vähemmistöosakkeenomistajien omistusoikeuteen puuttumisen kohtuullisuutta lunastusrajaa määrittäessä.³⁴⁷ Lunastusoikeutta koskevissa hallituksen esityksissä ei viitata omistusoikeuteen lainkaan. Vuonna 2002 Oikeusministeriölle laaditussa muistiossa lunastusoikeus yhdistetään PL 15 §:n omaisuudensuojaan, mutta *Pönkä* on

³⁴⁵ Mähönen – Villa 2012, s. 128.

³⁴⁶ Mähönen – Villa 2015, s. 213. Osakkeen kahtena keskeisenä oikeutena pidetään oikeutta kontrolloida yhtiön johtoa sekä oikeutta päättää yhtiön voiton käytöstä. Mähönen – Villa 2015, s. 215.

³⁴⁷ Winterin kertomus 2002, s. 64.

sittemmin huomioinut, että myöhemmässä osakeyhtiölain uudistuksessa on jopa todettu, ettei OYL 18 lukuun liity ”vahvaa perusoikeuskytkentää”.³⁴⁸ On kuitenkin selvää, että enemmistöosakkeenomistajan käyttämällä lunastusoikeudella puututaan vähemmistöosakkeenomistajien omistusoikeuteen.

Omistusoikeus on varallisuus oikeus ja yksi perustuslain kuudestatoista perusoikeudesta (PL 15 §). Omistusoikeutta pidetään taloudellisen vallan perustana erityisesti omistusoikeuteen liittyvän omistajan residuaalisen määräysvallan takia.³⁴⁹ Omistusoikeus käsittää kaikki ne oikeudet, jotka eivät kuulu jollekin muulle kuin omistajalle ja jotka eivät ole omistusoikeudesta erotetut.³⁵⁰ Sääntelyllä varmistetaan omistusoikeuden käyttäminen häiriöttä, sen pysyvyys sekä vaihdannan toimivuus, jotka muuten kärsisivät sopimusten epätäydellisyyden takia.³⁵¹ Varallisten oikeustoimien pysyvyys liittyy myös perusteltujen odotusten suojaan koskien taloudellisia asioita ja niihin liittyviä oikeuksia ja velvollisuuksia.³⁵² Perustusvaliokunta on katsonut, ettei tällaisia asioita saa säännellä siten, että sopimusosapuolten asema heikkenisi kohtuuttomasti.³⁵³

Omistusoikeudesta säädetään lisäksi muun muassa EU:n perusoikeuskirjassa (Art. 17) ja Euroopan ihmisoikeussopimuksen ensimmäisessä lisäpöytäkirjassa (Art. 1), joten on selvää, että se on sekä kansallisesti että EU-tasolla tunnustettu oikeus. Omaisuudensuojalla on katsottu myös olevan vahva asema Suomessa.³⁵⁴ Toisaalta omaisuudensuojan on myös katsottu joustavan tilanteissa, joissa lainsäädännöllä puututaan osakeyhtiön sidosryhmien oikeusasemaan.³⁵⁵ Vaikka osakeyhtiölain perusteluissa ei ole otettu kantaa perusoikeuksiin, ne kuitenkin koskevat myös arvopaperi- ja osakeyhtiöoikeutta. *Mähönen* ja *Villa* ovat katsoneet, että perusoikeuksien vaikutuksia tulisi tarkastella niiden periaateluonteesta lähtien.³⁵⁶ *Pönkä*n mukaan taas perusoikeudet ulottuvat myös osakeyhtiöoikeuteen, koska ne ovat niin keskeisiä lähtökohtia oikeudessa, että ne ilmentävät koko oikeusjärjestyksen perustaa.³⁵⁷ Suomessa perusoikeudet suojaavat pääasiassa vain luonnollisia henkilöitä,³⁵⁸

³⁴⁸ Muistio yhtiö- ja arvopaperimarkkinalainsäädännöstä 2002, s. 14; HE 71/2013 vp, s. 12; Pönkä 2015a, s.165-166.

³⁴⁹ Mähönen – Villa 2015, s. 154. Residuaalisella määräysvallalla tarkoitetaan Timosen mukaan valtaa päättää omaisuuden käytöstä, kunhan käyttö ei ole lain tai muun velvoittavan sitoutumuksen vastaista. Timonen 1997, s. 146.

³⁵⁰ Hallberg 2011, s. 50.

³⁵¹ Mähönen – Villa 2015, s. 154-155.

³⁵² Mähönen – Villa 2015, s. 106.

³⁵³ PeVL 1/2003 vp, s. 3. Varallisuus oikeuksien pysyvyys liittyy tässä suhteessa myös elinkeinovapauteen. PL 18.1 §:n mukaan jokaisella on oikeus lain mukaan hankkia toimeentulonsa valitsemallaan työllä, ammatilla tai elinkeinolla.

³⁵⁴ Hallberg 2011, s. 50.

³⁵⁵ Mähönen – Villa 2015, s. 107.

³⁵⁶ Mähönen – Villa 2015, s. 63.

³⁵⁷ Pönkä 2015a, s. 166.

³⁵⁸ Mähönen – Villa 2015, s. 61.

mutta niiden on kuitenkin katsottu soveltuvan myös oikeushenkilöihin niin sanotun välillisen suojan opin kautta.³⁵⁹ Omistusoikeus kuuluu myös EU-oikeuden yleisiin periaatteisiin ja EUT on katsonut oikeuskäytännössään, että omaisuudensuoja yleisenä periaatteena voi kohdistua yhtiöihin.³⁶⁰ EUT:n linjaus on siis yhtenevä Mähösen ja Villan esittämän näkemyksen kanssa.

Ruotsissa korkein oikeus on katsonut, että vähemmistöosakkeiden lunastus vertautuu pakkolunastukseen ja tällöin siinä tulee noudattaa myös samoja periaatteita kuin pakkolunastuksessa.³⁶¹ Suomessa pakkolunastusta pidetään yleisesti niin merkittävänä, että siitä säännellään perustuslaissa, jossa todetaan, että *omaisuuden pakkolunastuksesta yleiseen tarpeeseen täyttää korvausta vastaan säädetään lailla* (PL 15.2 §). OYL 18 luvun lunastusoikeuden esitöissä ei viitata perusoikeuksiin, mutta kyseinen lunastusoikeus kuitenkin käytännössä täyttää hyvin pitkälti PL 15.2 §:ssä asetetut vaatimukset yleisestä tarpeesta, säättämisestä lailla sekä jopa täydestä korvauksesta.³⁶² OYL:n lunastusoikeus toteutetaan käyvästä hinnasta, mutta PL 15.2 §:n mukaiseen lunastukseen sovelletaan lunastuslakia, jonka mukaan korvauksen tulee olla *omaisuuden käyvän hinnan mukainen täysi korvaus*.³⁶³ Täyden korvauksen vaatimus perustuslain mukaisessa pakkolunastuksessa perustuukin siihen, ettei omistaja pääse nostamaan hintaa markkinahintaa korkeammaksi.³⁶⁴

OYL 18 luvun lunastusoikeus ei kuitenkaan ole Suomessa vielä saavuttanut pakkolunastuksen asemaa. Arvopaperimarkkinoiden ympäristö on myös erilainen kuin pakkolunastuksessa yleensä, sillä osakkeiden omistukseen liittyy itsessään monia riskejä ja esimerkiksi lainsäädännön muutokset ovat hyvin mahdollisia.³⁶⁵ Lisäksi osakkeiden lunastuksen käytännön olosuhteet ovat erilaiset kuin muun pakkolunastuksen, sillä osakkeiden lunastuksen mahdollisuus on yleensä etukäteen tiedossa julkisen ostotarjouksen myötä ja lunastuksen voi välttää ostamalla yli kymmenen prosenttia osakkeista. Kuitenkin

³⁵⁹ Välillisen suojan oppi tarkoittaa sitä, että perusoikeudet eivät suojaa oikeushenkilöitä itsessään, vaan niiden taustalla olevia luonnollisia henkilöitä. Oikeushenkilön oikeuksiin puuttuminen vaikuttaa myös näiden luonnollisten henkilöiden perusoikeuksiin, joten oikeushenkilö saa myös suojaa. Välillisen suojan oppi ei kuitenkaan ole täysin ongelmaton. Mähönen – Villa 2015, s. 102.

³⁶⁰ C-103/03 Axel Springer, 48 kohta. Ks. asiasta myös Mähönen – Villa 2015, s. 102-103.

³⁶¹ Balken-tapaus, NJA 1996, s. 293.

³⁶² Yleisen tarpeen osalta Kaisanlahden ja Timosen mukaan yleisenä tarpeena voidaan pitää yksityistä intressiä, jonka edistäminen on yleisen edun mukaista, kuten esimerkiksi yhtiön enemmistöosakkeenomistajan oikeutta lunastaa vähemmistö ulos ja näin ollen järjestää yhtiön hallinto tehokkaalla ja tarkoituksenmukaisella tavalla. Muistio yhtiö- ja arvopaperimarkkinalainsäädännöstä 2002, s. 14.

³⁶³ Laki kiinteän omaisuuden ja erityisten oikeuksien lunastuksesta (29.7.1977/603), 30 §.

³⁶⁴ Määttä 2016, s. 119.

³⁶⁵ Mähönen – Villa 2015, s. 66.

oikeuskirjallisuudessa Pönkä on arvioinut lunastusoikeutta osakkeen ”pakko-ottamisena”³⁶⁶ sekä Mähönen ja Villa vähemmistöosakkeenomistajaan kohdistuvana ”faktisena pakkolunastustilanteena”, kun enemmistöosakkeenomistaja vaatii lunastusta.³⁶⁷

Ruotsin korkeimman oikeuden kanta on lähempänä EU:ssa esitettyä näkemystä osakkeiden lunastuksesta. Winterin kertomuksen mukaan oikeus hankkia toisen osakkeet on merkittävä kyseisen osapuolen oikeuksiin kajoaminen, ja tällainen mahdollisuus voi olla perusteltu ainoastaan poikkeuksellisissa tilanteissa ja kun on käytössä riittävät suojatoimenpiteet.³⁶⁸ Myös EU:ta koskevassa oikeuskirjallisuudessa korkean lunastusrajan on katsottu suojelevan nimenomaan omistusoikeutta.³⁶⁹ EU:n perusoikeuskirjan tarjoaman oikeussuojan mukaan omistusoikeus on mahdollista riistää henkilöltä ainoastaan, jos se on perusteltua yleisen edun kannalta, siitä on säädetty laissa ja jos siitä tarjotaan oikeudenmukainen korvaus. Suomen kanta julkisen ostotarjouksen jälkeisestä lunastuksesta suhteessa omistusoikeuteen siis eroaa ainakin EU:ssa ja Ruotsissa esitetyistä näkökulmista.

Jos PL 15.2 §:n mukaista pakkolunastusta ei yhdistetä lunastusoikeuteen, omistusoikeutta voidaan rajoittaa perusoikeuksien yleisten rajoitusedellytysten mukaisesti.³⁷⁰ Edellytykset perustuvat eduskunnan perustuslakivaliokunnan perusoikeuksien yleisten rajoitusperusteiden luetteloon, joka on Suomen lainsäädäntökäytännössä ja oikeustieteessä saanut keskeisen aseman perusoikeuksien rajoitusten sallittavuuden arvioinnissa.³⁷¹ Perusoikeuden rajoituksen tulee olla esimerkiksi painavan yhteiskunnallisen tarpeen vaatima, välttämätön tavoitteen saavuttamiseksi sekä laajuudeltaan oikeassa suhteessa perusoikeuksien suojaamaan oikeushyvään.³⁷² Luettelo ei ole tyhjentävä, mutta perusoikeusrajoituksen tulee täyttää ainakin kaikki luettelon vaatimukset.³⁷³ Käytännössä PL 15 §:n mukaista omaisuudensuojaa ja sen rajoituksia sovelletaan kokonaisvaltaisen punninnan avulla.³⁷⁴ Winterin kertomuksessa todetaan, että useassa jäsenvaltioissa tuomioistuimet olivat katsoneet, että lunastusoikeus on yhteensopiva vähemmistöä

³⁶⁶ Pönkä 2015a, s. 181-183.

³⁶⁷ Mähönen – Villa 2015, s. 107.

³⁶⁸ Winterin kertomus 2002, s. 61.

³⁶⁹ Vos 2017, s. 38.

³⁷⁰ PeVL 1/2003 vp, s. 3.

³⁷¹ PeVM 25/1994, s.4-5; Viljanen 2011, s. 144 ja 146.

³⁷² Viljanen 2011, s. 146.

³⁷³ Viljanen 2011, s. 146.

³⁷⁴ Mähönen – Villa 2015, s. 66.

suojaavien oikeuksien kanssa, sillä lunastusoikeutta ei käytetä pelkästään yksityisen edun hyväksi.³⁷⁵

Käytännössä lunastusoikeuden asema suhteessa pakkolunastukseen vaikuttaa määräytyvän sen mukaan, minkälaisena omaisuutena osaketta pidetään arvopaperimarkkinoilla. Osakkeenomistajat voivat olla sijoittajia, joille osake on vain taloudellisen hyödyn tavoittelemisen väline tai osakkeenomistajat voivat olla lähempänä omistajia, joille osakeoikeuksien omistuksella on taloudellisten intressien ulkopuolelle ulottuvaa merkitystä.³⁷⁶ Mähönen korostaa, että varallisuusoikeuden tarkoitus on palvella markkinoiden tehokkuutta.³⁷⁷ Yhdysvalloissa osakeomistus on perinteisesti hahmotettu omistusoikeuden sijaan enemmän siihen liittyvien taloudellisten intressien kautta.³⁷⁸ Näkökulma Suomessa vaikuttaa olevan jokseenkin samanlainen, vaikka lunastusraja on korkea. Kuten yhdenvertaisuuden osalta, myös omistusoikeudessa korostuu siis taloudellisten intressien merkitys, ja niiden kompensoiminen.

OYL:n 18 luvun lunastusoikeutta voi hahmottaa omistusoikeuden rajoittamisen ja pakkolunastuksen lisäksi myös lunastushinnan määrittämisen kautta (AML 11:23-24). Winterin kertomuksen mukaan pieni vähemmistöosakkeenomistaja ei välttämättä saisi kohtuullista korvausta markkinoilta tai osaketta lainkaan myytyä myöhemmin, jos yhtiön määräysvalta on hyvin keskittynyt.³⁷⁹ Yhtiön markkina-arvo saattaa lähteä laskuun, jos yhtiöstä ei voi käydä enää kauppaa markkinoilla. Osakkeesta tulee epälikvidi. Tämän takia lunastusvelvollisuus suojaa vähemmistöä, vaikka ostotarjouksen tekijä ei käyttäisikään lunastusoikeutta. Toisaalta lunastuksen perusteella maksettava lunastushinta ei saisi lähtökohtaisesti olla korkeampi kuin ostotarjouksessa maksettu hinta, jottei lunastusvelvollisuutta käytetä keinotteluun hinnan korottamiseksi.³⁸⁰

Mielenkiintoista on, kuinka eri lähtökohdista ostotarjousdirektiivin ja OYL:n mukainen lunastusoikeus on perusteltu. Ostotarjousdirektiivin osalta korostetaan omistusoikeuteen liittyvää suojaa ja OYL:n osalta vähemmistön oikeussuojaa yleensä, mikä nykyisen OYL:n periaatteiden valossa korostuu yhdenvertaisuusperiaatteen toteuttamisena. Suomessa

³⁷⁵ Winterin kertomus 2002, s. 61.

³⁷⁶ Vos 2017, s. 36.

³⁷⁷ Mähönen 2004, s. 57.

³⁷⁸ Clerc ym. 2012, s. 194; Vos 2017, s. 5 ja 36.

³⁷⁹ Winterin kertomus 2002, s. 62.

³⁸⁰ Ibid.

suhtautuminen omaisuudensuojaan vaikuttaa olevan yleistä EU-tasoa (ja esimerkiksi Ruotsia) joustavampi, sillä Suomessa ei pidetä OYL:n mukaista osakkeeseen kohdistuvaa lunastusoikeutta yhtä merkittävänä puuttumisena omaisuudensuojaan kuin PL 15.2 §:n mukaista lunastusta. Tällöin Suomessa voisi katsoa olevan oikeudellisesti helpompi alentaa lunastusoikeuden rajaa. Huolimatta lunastuksen tosiasiallisesta yhteydestä omaisuudensuojaan, Suomessa omaisuudensuoja ei ehkä pidetä lainkaan merkittävä lunastusrajaa arvioitaessa, sillä omistusoikeuden merkitys yhtiöoikeudessa on avoimempi kuin esimerkiksi yhdenvertaisuuden, jonka kautta lunastusoikeutta voidaan arvioida OYL:n sisäisen systematiikan kautta.

4.3 Lunastusraja

Ostotarjousdirektiivissä mahdollistettiin lunastusrajan asettaminen 90 ja 95 prosentin välille, mutta direktiivin implementointia koskeneessa hallituksen esityksessä ei otettu kantaa tämän mahdollisuuden käyttämiseen. EOYL:n perusteluissa lunastusraja, 90 prosenttia, yhdistetään vähemmistöosakkeenomistajien erityisiin kymmenen prosentin omistusosuuteen perustuviin oikeuksiin.³⁸¹ Vähemmistön määrittäminen yhdeksi kymmenesosaksi yhtiön osakkeenomistajista tuli Suomen lakiin jo vuoden 1895 osakeyhtiölain myötä, missä muun muassa kymmenellä prosentilla osakkeenomistajista oli oikeus kutsua yhtiökokous kokoon. Vuoden 1895 laki sai vaikutteita erityisesti Ruotsin vuoden 1895 osakeyhtiölaista (lagen (1895:65) om aktiebolag).³⁸² Toisaalta vaikutteita lakiin saatiin myös Norjasta, Saksasta, Ranskasta ja Italiasta.³⁸³ Vuoden 1978 osakeyhtiölakiin osakkeenomistajan ja vähemmistöosakkeenomistajan oikeussuojaa parannettiin ja kymmenen prosentin erityisiä oikeuksia laajennettiin pyrkimyksenä lisätä yhteiskunnallista tasa-arvoa sekä edistää osakesäästämistä ja sen kautta tukea yritysten toiminnan rahoittamista.³⁸⁴

Kuten ostotarjousdirektiivissä säädetään, Winterin johtaman työryhmän mukaan jäsenvaltioilla pitäisi olla mahdollisuus asettaa lunastusoikeuden ja -velvollisuuden laukaiseva omistusosuuden raja-arvo 90 prosentin ja 95 prosentin välille. Prosenttihaitari sallisi jäsenvaltioille tarpeeksi joustovaraa kansallisten rahoitusmarkkinoidensa yksilöllisten

³⁸¹ HE 27/1977 vp, s. 108.

³⁸² Mähönen – Villa 2015, s. 12.

³⁸³ Mähönen 2001, s. 348-349.

³⁸⁴ HE 27/1977 vp, s. 5.

piirteiden huomioimiseksi.³⁸⁵ Winterin kertomuksen mukaan 90 prosentin vähimmäismäärä on asianmukainen ottaen huomioon, että omistusoikeuteen puuttuminen on välttämätöntä rajoittaa kohtuulliselle tasolle. Toisaalta, 95 prosentin enimmäismäärä on perusteltu ottaen huomioon ne käytännön ongelmat, jotka aiheutuvat tuntemattomista osakkeenomistajista ja mahdollisesta peräänantamattomasta vähemmistöstä, joka kieltäytyy ostotarjouksesta kohtuullisista ehdoista huolimatta. Lisäksi jos yhtiössä on monta osakelajia, raja-arvot tulee lähtökohtaisesti saavuttaa osakelajeittain.³⁸⁶

Huolimatta lunastusrajan määrittämisen perustelusta, käytännössä Winterin kertomuksessa esitetty ratkaisu oli kompromissi jäsenvaltioiden jo olemassa olevien lunastusoikeuksien välillä.³⁸⁷ Ostotarjousdirektiivin implementoinnin myötä seitsemän jäsenvaltiota sai ensimmäistä kertaa julkisen ostotarjouksen yhteyteen lunastusoikeuden³⁸⁸ ja kymmenen valtiota lunastusvelvollisuuden.³⁸⁹ Loput jäsenvaltiot, kuten Suomi, säilyttivät voimassa olleen lunastusrajan tai muuttivat niitä. Esimerkiksi Irlannissa raja nostettiin 80 prosentista 90 prosenttiin ja Italiassa alennettiin 98 prosentista 95 prosenttiin.³⁹⁰ Ostotarjousdirektiivin ulkopuolelle jäävissä ostotarjousjärjestelyissä Irlannissa sovelletaan vielä 80 prosentin rajaa.³⁹¹ Jotkut jäsenvaltiot, kuten Espanja ja Ruotsi, soveltavat myös lievennettyjä raja-arvoja. Tämä tarkoittaa, että lunastusoikeus on yhä sidottu 90 prosenttiin, mutta sen täyttymiseksi laskettavia ääniä ja osakkeita koskevat säännöt ovat lievemmät.³⁹² Taulukko 2 kuvaa lunastusrajan nykyistä jakoa EU:ssa.³⁹³

Lunastusoikeus 90%	Lunastusoikeus 95%	Lunastusoikeudesta poikkeava lunastusvelvollisuuden arvo
Espanja, Irlanti, Iso-Britannia, Itävalta, Kreikka, Kypros, Puola, Ranska, Romania,* Ruotsi, Suomi, Tanska, Tšekin tasavalta, Unkari, Viro	Alankomaat, Belgia, Italia, Luxembourg, Romania,* Saksa, Slovakia	Italia (90% jos huono likviditeetti), Luxembourg (90%), Romania (95%)

*Romaniaassa lunastusoikeuden raja on 95 prosenttia äänistä tai 90 prosenttia osakkeista ja lunastusvelvollisuuden raja on 95 prosenttia äänistä.

Taulukko 2. Lunastusrajat EU-jäsenmaissa.

³⁸⁵ Winterin kertomus 2002, s. 64.

³⁸⁶ Ibid.

³⁸⁷ McCahery ym. 2003, s. 70.

³⁸⁸ Espanja, Kreikka, Kypros, Luxembourg, Saksa, Slovakia ja Viro. Clerc ym. 2012, s. 89.

³⁸⁹ Alankomaat, Belgia, Espanja, Kreikka, Kypros, Luxembourg, Saksa, Slovakia, Tšekki ja Viro. Clerc ym. 2012, s. 89.

³⁹⁰ Clerc ym. 2012, s. 89.

³⁹¹ Clerc ym. 2012, s. 91-92.

³⁹² Clerc ym. 2012, s. 196.

³⁹³ Taulukon 2 lähde on Clerc ym. 2012, s. 90. Alkuperäistä taulukkoa on muokattu Ranskan osalta, sillä Ranska alensi lunastusoikeuden rajan 95 prosentista 90 prosenttiin vuonna 2018. Reuters: France to lower threshold for squeeze-outs in takeover to 90 percent, 28.3.2018.

Jäsenvaltioiden erilainen suhtautuminen lunastusoikeuteen ilmentää jäsenvaltioissa vallitsevaa suhdetta ostotarjouksiin. Esimerkiksi Ranskassa on perinteisesti toteutettu paljon ystävämielisiä ostotarjouksia, jotka ovat neuvoteltu etukäteen. Sama tilanne on myös Belgiassa. Saksassa sen sijaan ostotarjouksia on perinteisesti toteutettu vähemmän ja niitä on pidetty vihamielisinä.³⁹⁴

Toisin kuin Suomessa, monessa valtiossa on käytössä yrityskauppamekanismeja, joiden takia julkisen ostotarjouksen jälkeinen lunastusoikeus ei ole lainsäädännössä erityisen kriittinen, vaan vaihtoehto muiden joukossa. Esimerkiksi Saksassa sekä Irlannissa ja Iso-Britanniassa on käytössä järjestelyjä, jotka toimivat vaihtoehtoina lunastusoikeuden toteuttamiselle. Esimerkiksi lunastusoikeutta paljon vastustaneessa Saksassa on käytössä määräysvaltasopimus (domination and/or profit and loss transfer agreement). Yksinkertaistettuna sen perusteella emoyhtiö voi määrätä tytäryhtiön toimimaan pelkästään emoyhtiön edun mukaisesti tytäryhtiön omista intresseistä huolimatta ja/tai määrätä kaiken tytäryhtiön tekemän voiton tulevan emoyhtiölle. Päätös tällaisen mekanismin käytöstä vaatii 75 prosentin hyväksynnän tytäryhtiössä ja vähemmistöosakkeenomistajilla on oikeus vaatia osakkeidensa lunastamista.³⁹⁵ Fortum Oyj esimerkiksi lupasi vuonna 2019 Uniperille ja sen henkilöstölle, ettei se tee määräysvaltasopimusta Uniperin kanssa ainakaan kahteen vuoteen.³⁹⁶

Lisäksi Irlannissa ja Iso-Britanniassa voidaan sopia yhtiön ja osakkeenomistajan välillä tuomioistuimen hyväksymä sopimus, jota voidaan käytännössä käyttää muun muassa julkisen ostotarjouksen täyteen toteuttamiseen. Sopimus vaatii 75 prosentin enemmistön sekä tuomioistuimen hyväksynnän.³⁹⁷ Alankomaissa on mahdollista tietyissä rajoissa toteuttaa ostotarjous, jossa vähemmistön osakkeet voi lunastaa ostotarjouksen tekijän saatua tarjouksessa noin 80 prosenttia osakkeista.³⁹⁸ EU:ssa on kuitenkin Suomen lisäksi myös muita maita, joissa ei ole vaihtoehtoisia oikeudellisia mekanismeja yhtiön täyden

³⁹⁴ Wymeersch 1992, s. 233-234.

³⁹⁵ Clerc ym. 2012, s. 92-93.

³⁹⁶ Fortum Oyj pörssitiedote: Fortum hankkii osake-enemmistön Uniperista – tavoitteena vakauttaa tilanne ja nopeuttaa strategian toteuttamista, 8.10.2019.

³⁹⁷ Clerc ym. 2012, s. 92-93.

³⁹⁸ Vos 2017, s. 31-32.

omistuksen saavuttamiseksi. Tällainen maa on esimerkiksi Ranska.³⁹⁹ Ranskassa laskettiin lunastusraja 95 prosentista 90 prosenttiin vuonna 2018.⁴⁰⁰

Esimerkkejä löytyy myös Atlantin toiselta puolelta Yhdysvalloista, jossa osakeyhtiöoikeuden osalta kehittyneessä Delawaren osavaltiossa voidaan toteuttaa käteisfuusio, jossa vähemmistöosakkeenomistajien osakkeiden lunastukseen riittää 50 prosentin omistusosuus.⁴⁰¹ On kuitenkin huomattava, että Yhdysvalloissa vallitsee hyvin erilainen oikeusjärjestys ja suhtautuminen osakkeeseen omistusoikeutena, ja sitä kautta suhtautuminen lunastukseen, on joustavampaa.⁴⁰² Yksinkertaisen enemmistön puolesta on Yhdysvalloissa argumentoitu myös sillä ajatuksella, että jos useampi osakkeenomistaja kannattaa ostotarjousta kuin sitä vastustaa, ostotarjousta kannattavien osakkeenomistajien saama hyöty todennäköisesti ylittää ne tappiot, mitä ostotarjousta vastustaville osakkeenomistajille saattaa tulla.⁴⁰³ Tällöin Kaldor-Hicks-tehokkuus täyttyisi, ja mahdollisesta kompensatiosta tulisi säännellä erikseen.

Lunastusrajaan vaikuttaa käytännössä myös kohdeyhtiön osakkeenomistajarakenne eli kuinka keskittynyt tai hajaantunut osakkeenomistus kohdeyhtiössä on.⁴⁰⁴ EU:ssa osakeyhtiöiden omistusrakenne on ollut perinteisesti keskittyneempää kuin Yhdysvalloissa.⁴⁰⁵ Tämä voi mahdollisesti vaikuttaa myös sääntelyyn, sillä jos yhtiössä on merkittäviä vähemmistöosakkeenomistajia, kuten institutionaalisia sijoittajia, heille voidaan haluta turvata veto-oikeus merkittäviin muutoksiin yhtiön sisällä.⁴⁰⁶ Vos on katsonut, että 2/3 lunastusraja osakeyhtiöissä voitaisiin torjua osakkeenomistaja-aktiivisuuden kaltaista hold out -ongelmaa samalla suojellen vähemmistöä.⁴⁰⁷ Tällöin lunastusraja olisi lähes linjassa määräenemmistöpäätökseen vaadittavan määräysvallan kanssa.⁴⁰⁸ Tämä kuitenkin vaikuttaisi osakeyhtiön sisäiseen dynamiikkaan jo paljon laajemmin, kun yksittäisiä merkittäviä osakkeenomistajia voisi lunastaa pois.⁴⁰⁹ Toisaalta monissa EU-maissa on käytössä vaihtoehtoisia oikeudellisia mekanismeja lunastusoikeuden alentamiseksi. Lisäksi

³⁹⁹ Vos 2017, s. 5.

⁴⁰⁰ Reuters: France to lower threshold for squeeze-outs in takeover to 90 percent, 28.3.2018.

⁴⁰¹ Vos 2017, s. 5.

⁴⁰² Clerc ym. 2012, s. 194; Vos 2017, s. 5, 36.

⁴⁰³ Vos 2017, s. 35.

⁴⁰⁴ Van der Elst – Van den Steen, 2006, s. 10.

⁴⁰⁵ Kraakman ym. 2017a, s. 25-26.

⁴⁰⁶ Kraakman ym. 2017b, s. 175.

⁴⁰⁷ Vos 2017, s. 39.

⁴⁰⁸ Sillä erotuksella, että määräenemmistöpäätökseen vaadittavat vähintään kaksi kolmasosaa lasketaan yhtiökokouksessa annetuista äänistä ja kokouksessa edustetuista osakkeista, kun taas lunastusoikeuteen vaadittavat vähintään yhdeksän kymmenesosaa lasketaan yhtiön kaikista osakkeista ja äänistä.

⁴⁰⁹ Vos 2017, s. 37.

yhtiöiden osakkeenomistajarakenteet voivat vaihdella maan sisällä, saati EU:n 28 jäsenvaltion välillä, jolloin lunastusoikeuden raja vaikuttaa osakkeenomistajarakenteen osalta hyvin yksinkertaistetulta lainsäädännölliseltä ratkaisulta.⁴¹⁰

OYL:n vuoden 2006 hallituksen esityksessä todetaan, ettei lunastusoikeutta ja -velvollisuutta koskevista säännöksistä voida yhtiöjärjestyksessä poiketa siltä osin kuin säännösten tarkoituksena on suojata vähemmistöosakkeenomistajia.⁴¹¹ Tällöin lunastusrajaa ei saisi alentaa, jos se heikentää vähemmistöosakkeenomistajien asemaa. *Airaksinen, Pulkkinen* ja *Rasinaho* ovat katsoneet, että yhtiöjärjestyksessä voitaisiin kuitenkin määrätä esimerkiksi korkeammasta lunastusoikeuden laukaisevasta rajasta tai siitä, että lunastusoikeutta voitaisiin käyttää vasta tietyn ajan kuluttua yhtiön perustamisesta.⁴¹² Oikeus lunastukseen voitaisiin kenties jopa kokonaan poistaa yhtiöjärjestyksen määräyksellä.⁴¹³ Pakottavuuden takia yhtiöjärjestyksessä ei voida alentaa lunastusoikeuden tuottavaa osake- ja ääntenenemmistöä laissa säädetystä, ostotarjousdirektiivistä riippumatta.⁴¹⁴ Ostotarjousdirektiivi kuitenkin sallii lunastusoikeuden ja -velvollisuuden raja-arvon asettamisen nimenomaan 90 prosentin ja 95 prosentin välille, joten julkisen ostotarjouksen jälkeinen lunastusoikeus on siltä osin pakottavaa myös enemmistöosakkeenomistajan suojaksi, eikä lunastusoikeutta voi pörssiyhtiöiden osalta kokonaan poistaa.

Osakeyhtiölain perustuessa pitkälti tahdonvaltaisuuteen ja sopimusvapauteen, pakottava säännös on aina poikkeus OYL:ssa. Tällöin se tulisi myös olla erikseen perusteltavissa.⁴¹⁵ Näin ei kuitenkaan ole, sillä pakottavuuden toteavassa hallituksen esitöissä ei perustella sitä, miksi lunastusoikeus on pakottavaa sääntelyä vähemmistöosakkeenomistajan hyväksi. Myöskään EOYL:n esitöissä vähemmistön oikeuksien turvaamisen syitä ei tarkemmin määritelty.⁴¹⁶ Toisaalta pakottava sääntely ilmentää osakeyhtiöinstituution keskeisiä mekanismeja,⁴¹⁷ jollaisena voi pitää yhdenvertaisuusperiaatetta ja sen ilmenemismuotoja. Lisäksi Coasen teoreeman mukaan pakottavan sääntelyn tulisi vähentää toimijoiden sopimuskustannuksia ollakseen perusteltua.⁴¹⁸ Lunastusoikeus itsessään vähentää

⁴¹⁰ Clerc ym. 2012, s. 194.

⁴¹¹ HE 109/2005 vp, s. 169.

⁴¹² Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018b, s. 595. Ks. myös Mähönen – Villa 2012 s. 681–683; Pönkä 2015a, s. 511–512. Oikeuskirjallisuudessa on myös viitattu, että OYL 18 luvun 1 pykälän lunastusedellytykset ovat kokonaan pakottavaa oikeutta. Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2015, s. 231. Tämä näkemys ei kuitenkaan ole saanut kannatusta.

⁴¹³ Pönkä 2015a, s. 513.

⁴¹⁴ HE 109/2005 vp, s. 169.

⁴¹⁵ Mähönen – Villa 2015, s. 280.

⁴¹⁶ HE 27/1977 vp, s. 108.

⁴¹⁷ Mähönen – Villa 2015, s. 132.

⁴¹⁸ Mähönen – Villa 2015, s. 152–153.

sopimuskustannuksia luvussa 4.1 havainnoidun mukaisesti, ja mikäli vähemmistöä ei turvattaisi, transaktiokustannukset voisivat nousta, jos osakkeenomistajan tulisi erikseen neuvotella itselleen vähemmistösuojan kaltainen suoja.

5. JOHTOPÄÄTÖKSET

Lunastusoikeuden säätämisen syyt ovat ennen kaikkea käytännölliset. Lunastusoikeus helpottaa julkisten ostotarjousten toteuttamista, vähentää määräysvallan keskittymisestä johtuvia kipuja yhtiön sisällä ja ehkäisee osakkeenomistajien välistä asemasotaa. Osakkeenomistaja-aktivismista ostotarjouksen tekijälle aiheutuvat haasteet ovat hyvin samanlaisia kuin syyt lunastusoikeuden ja legaalisen lunastusmenettelyn taustalla. Ne liittyvät vähemmistön olemassaolosta enemmistöosakkeenomistajalle aiheutuviin kustannuksiin, täyden omistuksen mahdollistaman yrityskehityksen seurauksena syntyvän arvonnousun realisoitumattomuuteen, sekä vähemmistön mahdollisuuteen vaatia ostotarjousvastiketta korkeampaa hintaa osakkeistaan ja käyttää jäljellä olevia oikeuksiaan shikaanimaisesti lisäkustannusten synnyttämiseen, esimerkiksi moittimalla yhtiökokouksen päätöksiä.

Lunastusoikeuden säätämisen syiden ja osakkeenomistaja-aktivismista ostotarjouksen tekijälle aiheutuvien haasteiden välillä on kuitenkin myös eroja. Tuntemattomien osakkeenomistajien takia lunastusoikeus on käytännössä välttämätön ratkaisu kohdeyhtiön täyden omistuksen saamiseksi, kun taas osakkeenomistaja-aktiivismin kohdalla kohdeyhtiön osakkeenomistaja on tiedossa. Lisäksi lunastusrajan ylittävän suuremman omistusosuuden ja vähemmistön erityisten oikeuksien takia osakkeenomistaja-aktiivismin kohdalla intressiristiriidat ja käytettävien keinojen valikoima ovat merkittävämpiä. Yli kymmenen prosenttia omistavalla vähemmistöllä on jo huomattavia oikeuksia yhtiössä, minkä lisäksi aktivistien kohdalla kyseessä on yleensä hyvin määrätietoinen ja vahva vähemmistö, joka osaa myös käyttää oikeuksiaan, toisin kuin esimerkiksi tuntemattomat osakkeenomistajat.

Jos osakkeenomistaja-aktiivismia lähestytään EOYL:n esitöiden mukaisesti ”yleisten tehokkuusnäkökulmien” kannalta, osakkeenomistaja-aktivistin ostotarjouksen tekijälle aiheuttamien lisäkustannusten ja tehokkuusnielujen takia voisi olla perusteltua alentaa lunastusrajaa. Kaldor–Hicks-tehokkuuden mukaisesti tästä tehokkuuden lisäyksestä saataisi syntyä osakkeenomistaja-aktivisteille tappioita, mutta ne voitaisiin kompensoida lunastusmenettelyssä maksamalla osakkeista käyvän arvon mukainen hinta. Alempi lunastusraja mahdollistaisi sujuvamat (tehokkaammat) julkiset ostotarjoukset, kun ostotarjouksen tekijä voisi saavuttaa täyden hallinnan kohdeyhtiöstä pienemmällä

omistusosuudella, ja tällöin aktivismin toteuttamiseksi tarvittaisiin suurempi osuus kohdeyhtiöstä.

Lunastusrajan alentaminen voisi myös olla hyväksyttävä ratkaisu osakkeenomistajien yhdenvertaisuuden, osakkeen luovutettavuuden ja omaisuudensuojan näkökulmasta. Mikäli yhdenvertaisuutta tarkastellaan Kaisanlahden tavoin lunastukseen osallistuvien osakkeenomistajien välisenä yhdenvertaisuutena, lunastusmenettely ja siinä maksettava käypä arvo osakkeesta turvaavat osakkeenomistajien yhdenvertaisuuden. Tällöin itse lunastusrajalla ei ole vaikutusta yhdenvertaisuuden toteutumiseen. Toisaalta mikäli yhdenvertaisuutta katsotaan suhteessa ostotarjouksessa osakkeensa tarjonneisiin muihin osakkeenomistajiin, tasapuolisen kohtelun periaatteen mukaisen hyvitysvelvollisuuden soveltuvuus lakkaa yhdeksän kuukautta tarjousajan päättymisen jälkeen. Tähän on vedetty raja arvopaperimarkkinaoikeudellisen tasapuolisuuden toteutumiselle julkisessa ostotarjouksessa.

Osakkeen vapaalla luovutettavuudella taas turvataan osakesijoitusten likviditeetti. Osakkeesta maksettavan käyvän arvon on katsottu turvaavan vähemmistön oikeudet tässä suhteessa. Tällöinkään itse lunastusrajalla ei olisi vaikutusta vähemmistöoikeuksien toteutumiseen. Toisaalta yhtiön omistuksen ollessa niin keskittynyt, että enemmistöosakkeenomistaja omistaa yli 90 prosenttia yhtiöstä, osakkeen likviditeetti voi heikentyä merkittävästi, jolloin käyvän arvon maksamisen tärkeys korostuu. Samanlaista ongelmaa ei välttämättä olisi alemman lunastusrajan kohdalla. Likviditeetin heikentymisen estäminen ei kuitenkaan liity suoraan lunastusoikeuden tavoitteisiin, vaan on osa lunastusvelvollisuuden säättämisen perusteita lunastusoikeutta tasapainottavana säännöksenä. OYL 18 luvun mukaisen lunastusvelvollisuuden alentamista on oikeuskirjallisuudessa pidetty täysin mahdollisena.

Ostotarjousdirektiivissä lunastusoikeuden 90 prosentin alarajaa perusteltiin sillä, että osakkeenomistajien omistusoikeuteen ei saa puuttua enemmän kuin on kohtuullista. Tämä on selvä peruste lunastusrajan alentamista vastaan. Kuitenkin luvussa 4.2.4 todetun mukaisesti Suomessa omaisuudensuojalla ei ole katsottu olevan suurta merkitystä osakkeiden lunastamisen tarkastelussa, huolimatta omaisuudensuojan perustuslaillisesta asemasta Suomen oikeusjärjestelmässä. Vaikka omaisuudensuojalla ja lunastusoikeudella on tosiasiallinen yhteys, niin kauan kuin tämä tosiasiallinen yhteys pysyy toissijaisena

oikeudellisena argumenttina lunastusoikeuden arvioimisessa, se ei myöskään toimi perusteena lunastusrajan alentamista vastaan.

OYL:n vuoden 2006 hallituksen esityksessä todetaan, ettei lunastusoikeudesta voi yhtiöjärjestyksessä poiketa siltä osin kuin säännöksen tarkoituksena on suojata vähemmistöosakkeenomistajia. Vähemmistösuojan kannalta keskeisin OYL:n periaate on edellä käsitelty yhdenvertaisuusperiaate, jonka osalta lunastusrajan alentaminen katsottiin mahdolliseksi. Tutkimuksessa on kuitenkin käynyt ilmi, että yhdenvertaisuuden sijaan lunastusrajan alentamista rajoittaa osakeyhtiölain vähemmistöosakkeenomistajien oikeussuoja kokonaisuutena sekä osakeyhtiölain vähemmistöoikeuksiin liittyvää polkuriippuvuus. Tämän lisäksi lunastusoikeuden alentamiseen liittyy myös toinen, tosiasiallinen rajoitus, joka on julkisen ostotarjouksen jälkeisen lunastusoikeuden lainsäädännöllinen asema ostodirektiivin täytäntöönpanotoimena.

Tutkimuksessa on siis käynyt ilmi, että yksittäisen oikeuden tai oikeudellisen periaatteen arvioiminen voi tuottaa vajavaisen ja harhaanjohtavan kuvan lunastusoikeuteen liittyvistä intresseistä. Vaikka yksittäinen arviointikriteeri toteutuisi myös alemman lunastusrajan kohdalla, lunastusoikeutta tulisi tarkastella osana OYL:n vähemmistöosakkeenomistajien kokonaissuojaa ottaen huomioon lain polkuriippuvuus. Lunastusoikeuteen liittyvä 1/10 osan vähemmistösuojan vaatimus Suomen oikeusjärjestelmässä on vanhempi kuin Suomen valtio. Vuosikymmenten aikana kerrostunut ajattelu osakeyhtiölaissa säännellyistä vähemmistöoikeuksista on niin syvällä Suomen osakeyhtiöoikeudessa, että se vaikuttaa osakeyhtiölain analyysiin, vaikka sen perustetta ei voisi suoraan johtaa lunastusoikeutta koskevasta yksittäisestä oikeudesta tai oikeudellisesta periaatteesta. Tällöin liikutaan *Tuorin* mukaisesti oikeuden pintatasoa syvemmillä.⁴¹⁹ Käytännössä tämä kuitenkin ilmenee siinä, että lunastusoikeuden 1/10 osuuden rajan muuttaminen tarkoittaisi sitä, että sen yhteydessä tulisi kyseenalaistaa kaikki muutkin 1/10 osan rajaan perustuvat erityiset vähemmistöoikeudet. Nimittäin mikäli lunastusraja olisi alhaisempi kuin 90 prosenttia, osakeyhtiöön syntyisi erikoinen omistusosuuslohko, jonka sisälle jäävät osakkeenomistajat voitaisiin ostotarjouksen jälkeen lunastaa pois yhtiöstä, mutta joilla olisi kuitenkin merkittäviä vähemmistöoikeuksia yhtiössä. Tämä lisäisi käytännön ongelmia entisestään, minkä lisäksi se vähättelisi näiden erityisten vähemmistöoikeuksien merkitystä. Tämä olisi

⁴¹⁹ Tuori 2003, s. 36-40.

täysin ristiriidassa osakeyhtiölain vähemmistöoikeuksien perusidean ja systematiikan kanssa. Lunastusrajan alentaminen ei siis ole mahdollista ilman merkittävää osakeyhtiölain uudistusta, jossa kyseenalaistetaan vähemmistöosakkeenomistajien nykyinen, vakiintunut asema. Mikäli näin suuri muutos yhtiöoikeudellisessa ajattelussa ja Suomen oikeusjärjestelmässä toteutuisi, lunastusrajan alentaminenkin olisi mahdollista.

Tämän lisäksi lunastusrajan alentamisen toteutuminen on tosiasiasa hyvin epätodennäköistä, sillä nykyinen julkisen ostotarjouksen jälkeisen lunastusoikeuden säätely perustuu ostotarjousdirektiiviin. Ostotarjousdirektiiviin kuuluu, että sen täytäntöönpanoa ja toteutumista seurataan ja arvioidaan säännöllisin väliajoin. Ottaen huomioon ostotarjousdirektiivin pitkän lainsäätämisen prosessin, sitä tuskin kuitenkaan lähdetään avaamaan kovin kevyin perustein, vaan se vaatisi hyvin merkittäviä muutoksia markkinoilla. Lisäksi näiden merkittävien muutosten tulisi koskea EU:ta tarpeeksi laajalti, käytännössä ainakin osaa isoista jäsenvaltioista, kuten Ranskaa tai Saksaa, jotta muutos menisi läpi. Suomessa ei tällä hetkellä ole tosiasiallisia vaihtoehtoja julkisen ostotarjouksen ja lunastusoikeuden avulla saavutettavan lopputuloksen aikaansaamiseksi, mutta niin kauan kuin monissa muissa jäsenvaltioissa voidaan kiertää korkean lunastusrajan käytön muilla oikeudellisilla mekanismeilla, kyseisillä jäsenvaltioilla tuskin on insentiiviä pyrkiä muuttamaan ostotarjouslainsäädäntöä.

Lunastusrajan alentamisen vaikutus osakkeenomistaja-aktivismiin riippuu alentamisen määrästä, mutta täysin aktivismia ei voi estää. Osakkeenomistaja-aktivismista aiheutuvat ongelmat ostotarjouksen tekijälle ja erityisesti näiden ongelmien välttäminen konkretisoituvat pitkälti lunastusrajaan. Mikäli lunastusrajan alentamisella halutaan tosiasiasa vaikuttaa osakkeenomistaja-aktiivismin toteutumiseen, alentamisen tulisi olla merkittävä. Käytännöstä on huomattava, että esimerkiksi Fortum Oyj:n tapauksessa aktivistirahastot hankkivat lopulta 22 prosenttia Uniperin SE:n osakkeista. Näin ollen esimerkiksi kymmenen prosentin ero ei estäisi aktiivismin toteutumista, vaikka se saattaisi nostaa kynnystä sen toteutumiseen. Aktiivismi on luonteeltaan joustavaa ja opportunistista, joten lunastusrajan alentamisesta huolimatta aktiivismin täysimittaisen toteutumisen estäminen vaikuttaa olevan lähempänä kissa-hiiri-leikkiä. OYL 18 luvun mukaisen lunastusrajan alentamisella voisi siis jossain määrin vaikuttaa osakkeenomistaja-aktiivismin toteutumiseen julkisessa ostotarjouksessa, mutta oikeudellisena mekanismina lunastusoikeus ei ole tarkoituksenmukainen ratkaisu aktiivismin tehokkaaksi estämiseksi.

Näin ollen, lunastusoikeuden sääntelemisen taustalla olevat ongelmat ovat hyvin samanlaisia kuin osakkeenomistaja-aktivismista aiheutuvat ongelmat ostotarjouksen tekijälle, mutta lunastusrajan alentaminen ei ole siihen tarkoituksenmukainen tai edes riittävä oikeudellinen ratkaisu. Hiljaa yleistynyt osakkeenomistaja-aktivismi ja erityisesti sen toteutustapa julkisessa ostotarjouksessa kertovat kuitenkin markkinoiden kehityksestä. Suomessa osakkeenomistaja-aktivismi ei ole vielä löytänyt tietään julkisiin ostotarjouksiin ja ystävämieliset julkiset ostotarjoukset ovat viime vuosina päässeet maalin asti lunastusoikeuden avulla. Mikäli julkisissa ostotarjouksissa toteutuvaa osakkeenomistaja-aktivismia halutaan ennakolta ehkäistä, jatkoon kannalta voisi olla hedelmällistä tarkastella esimerkiksi kohdeyhtiön sisäisiä määräysvaltamekanismeja osakkeenomistaja-aktiivismin näkökulmasta.

Markkinoiden suhteellisen pieni koko saattaa vaikuttaa siihen, että osakkeenomistaja-aktivismia ei ole vielä nähty Suomessa julkisissa ostotarjouksissa. Saksassa aktivistirahastot Elliot ja Knight Vinke kävelivät ulos Uniperista melkein 27 prosenttia varakkaampina kuin ostotarjouksessa osakkeensa myyneet muut osakkeenomistajat. Julkisen ostotarjouksen jälkeisen lunastusoikeuden ja osakkeenomistaja-aktiivismin oikeustaloustieteellisen analyysin lopputulos on selvä: Ala aktivistiksi.

LÄHDELUETTELO

Kirjallisuus

Monografiat

Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018a

Airaksinen, Manne – Pulkkinen, Pekka – Rasinaho, Vesa: Osakeyhtiölaki I. 3., uudistettu painos. Alma Talent Oy. Helsinki 2018.

Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018b

Airaksinen, Manne – Pulkkinen, Pekka – Rasinaho, Vesa: Osakeyhtiölaki II. 3., uudistettu painos. Alma Talent Oy. Helsinki 2018.

Aarnio 2011

Aarnio, Aulis: Luentoja lainopillisen tutkimuksen teoriasta. Helsingin yliopiston oikeustieteellisen tiedekunnan julkaisut. Helsinki 2011.

Berle – Means 1950

Berle, Adolf A. – Means, Gardiner C.: The Modern Corporation and Private Property. 17. painos. The Macmillan Company. New York 1950.

Clerc ym. 2012

Clerc, Christophe – Demarigny, Fabrice – Valiante, Diego – de Manuel Aramendia, Mirzha: A Legal and Economic Assessment of European Takeover Regulation. Centre for European Policy Studies. European Capital Markets Institute. 2012.

Cohen 1991

Cohen, Lloyd: Holdouts and Free Riders. Journal of Legal Studies. Vol. 20, 1991. s. 351-362.

Hirschman 1970

Hirschman, Albert: Exit, Voice and Loyalty. Responses to Decline in Firms, Organizations and States. Harvard University Press. Cambridge 1970.

Hirvonen 2011

Hirvonen, Ari: Mitkä metodit? Opas oikeustieteen metodologiaan. Yleisen oikeustieteen julkaisuja 17. Helsinki 2011.

Hoppu 2004

Hoppu, Kari: Sijoitustuotteiden markkinoinnin sääntely. 2. painos. Alma Talent Oy. Helsinki 2004.

Husa – Mutanen – Pohjalainen 2010

Husa, Jaakko – Mutanen, Anu – Pohjalainen, Teuvo: Kirjoitetaan juridiikkaa. 3. painos. Talentum Media Oy. Helsinki 2010.

Häyrynen – Kajala 2013

Häyrynen, Janne – Kajala, Ville: Uusi arvopaperimarkkinalaki. Lakimiesliiton kustannus. Viro 2013.

Immonen 2014

Immonen, Raimo: Yritysjärjestelyt. 6., uudistettu painos. Sähköinen kirja, Alma Talent verkkokirjahylly 2014. Sisällöltään sama kuin vuonna 2015 ilmestynyt samanniminen kirja.

Kaisanlahti 1999a

Kaisanlahti, Timo: Sidosryhmät ja riski pörssiyrityksessä. Oy Edita Ab. Helsinki 1999.

Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2015

Kyläkallio, Juhani – Irola, Olli – Kyläkallio, Kalle: Osakeyhtiö 1. Edita Publishing Oy. Helsinki 2015.

Laurila 2001

Laurila, Jari: Kontrolli, riski ja informaatio. Lakimiesliiton kustannus. Talentum Media Oy. Helsinki 2001.

Mercuro – Medema 1997

Mercuro, Nicholas – Medema, Steven: Economics and the Law. From Posner to Post-Modernism. Princeton University Press. Princeton 1997.

Mähönen 2001

Mähönen, Jukka: Tulo ja pääoma. Kirjanpidon merkitys osakeyhtiön sääntelyssä. Oy Edita Ab. Helsinki 2001.

Mähönen 2009

Mähönen, Jukka: Osakeyhtiön taloudellinen raportointi ja tilintarkastus. Edita Publishing Oy. Helsinki 2009.

Mähönen – Villa 2012

Mähönen, Jukka – Villa, Seppo: Osakeyhtiö II: Pääomarakenne ja rahoitus. Sanoma Pro Oy. 3. painos. Helsinki 2012.

Mähönen – Villa 2013

Mähönen, Jukka – Villa, Seppo: Osakeyhtiöoikeus käytännössä. 1. painos. Sanoma Pro Oy. Helsinki 2013.

Mähönen – Villa 2015

Mähönen, Jukka – Villa, Seppo: Osakeyhtiö I: Yleiset opit. 3., uudistettu painos. Talentum Media Oy. Helsinki 2015.

Mähönen – Villa 2019

Mähönen, Jukka – Villa, Seppo: Osakeyhtiö III: Corporate governance. 3., uudistettu painos. Alma Talent Oy. Helsinki 2019.

Määttä 2016

Määttä, Kalle: Oikeustaloustieteen perusteet. 2., uudistettu painos. Edita Publishing Oy. Keuruu 2016.

Ojanen 2016

Ojanen, Tuomas: EU-oikeuden perusteita. 3., uudistettu laitos. Edita Publishing Oy. Helsinki 2016.

Palm 2005

Palm, Jukka: Yrityssostot ja määräysvaltamarkkinat. Edita Publishing Oy. Helsinki 2005.

Parkkonen – Knuts 2014

Parkkonen, Jarmo – Knuts, Mårten: Arvopaperimarkkinalaki. 5., uudistettu painos. Talentum Media Oy. Helsinki 2014.

Puttonen – Repo 2011

Puttonen, Vesa – Repo, Eljas: Miten sijoitan rahastoihin. 5., uudistettu painos. Alma Talent Oy. Helsinki 2011.

Pönkä 2015a

Pönkä, Ville: Osakkeen lunastaminen. Alma Talent Oy. Helsinki 2015.

Sillanpää 1994

Sillanpää, Matti: Julkisesta ostotarjouksesta. Suomalaisen lakimiesyhdistyksen julkaisuja A-sarja N:o 199. Jyväskylä 1994.

Timonen 1997

Timonen, Pekka: Määräysvalta, hinta ja markkinavoima. Lakimiesliiton kustannus. Helsinki 1997.

Tuori 2003

Tuori, Kaarlo: Oikeusjärjestys ja oikeudelliset käytännöt. Hakapaino Oy. Helsinki 2003.

Turtiainen 2004

Turtiainen, Matti: Markkinakuri, sijoittajansuoja ja sijoitusrahastot. Edita Publishing Oy. Helsinki 2004.

Villa 1997

Villa, Seppo: Pääomalaina. Lakimiesliiton kustannus. Helsinki 1997.

Villa 2018

Villa, Seppo: Henkilöyhtiöt ja osakeyhtiö. 5., uudistettu painos. Alma Talent Oy. Helsinki 2018.

Artikkelit

Appel ym. 2016

Appel, Ian R. – Gormley, Todd A. – Keim, Donald B: Standing on the Shoulders of Giants: The Effect of Passive Investors on Activism. Working Paper 22707. National Bureau of Economic Research, Cambridge 2016. SSRN Electronic Journal 2018.

Bebchuk – Brav – Jiang 2015

Lucian, Bebchuk – Alon Brav – Wei, Jiang: The long-term effects of Hedge Fund Activism. *Columbia Law Review*, Vol. 11, 2015, s. 1085-1156.

Bratton 2007

Bratton, William: Hedge Funds and Governance Targets. *University of Pennsylvania Law School Penn Law: Legal Scholarship Repository Paper 862*. 2007.

Cheffins – Armour 2011

Cheffins, Brian R. – Armour, John: The Past, Present and Future of Shareholder Activism by Hedge Funds. *Journal of Corporation Law* 2012, Vol. 37, No. 1, 2011. s. 51–104.

Clausen – Sørensen 2004

Clausen, Nils Jul – Sørensen, Karsten Engsig: The 2003 Proposal for a Directive on Takeovers Bids – Impact on the Regulation in Scandinavia. *Scandinavian Studies In Law*, Vol. 45, 2004. s. 89–109.

Coffee – Palia 2015

Coffee, John – Palia, Darius: The Wolf at the Door. The Impact of Hedge Fund Activism on Corporate Governance. *Columbia Law and Economics Working Paper No. 521*, 2015.

Coffee 1991

Coffee, John C. Jr.: Liquidity Versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor. *Columbia Law Review*, Vol. 91, No. 6, 1991. s. 1277-1368.

Fisch – Hamdani – Davidoff Solomon 2019

Fisch, Jill – Hamdani, Asaf – Davidoff Solomon, Steven: The New Titans of Wall Street: A Theoretical Framework for Passive Investors. *Faculty Scholarship at Penn Law, Inst for Law & Econ Research Paper No. 18-12*, 2019. s. 1-44.

Gillan – Starks 1998

Gillan, Stuart – Starks, Laura: A Survey of Shareholder Activism: Motivation and Empirical Evidence. *Contemporary Finance Digest* Vol. 2, No. 3, 1998. s. 10-34.

Gilson – Gordon 2013

Gilson, Ronald J. – Gordon, Jeffrey N: The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights. *Columbia Law Review*, Vol. 113, Issue 4, 2013. S. 863-927.

Greenwood – Schor 2009

Greenwood, Robin – Schor, Michael: Investor Activism and Takeovers. *Journal of Financial Economics* Vol. 92, Issue 3, 2009. s. 362–375.

Grossman – Hart 1980

Grossman, Sanford – Hart, Oliver: Takeover Bids, the Free-rider Problem, and the Theory of the Corporation. *Bell Journal of Economics*, Vol. 11, No. 1, 1980. s. 42-64.

Hallberg 2011

Hallberg, Pekka: Perusoikeusjärjestelmä. Teoksessa Hallberg, Pekka – Karapuu, Heikki – Ojanen, Tuomas – Scheinin, Martin – Tuori, Kaarlo – Viljanen, Veli-Pekka: Perusoikeudet. WSOYpro Oy. Helsinki 2011.

Högfeldt – Högholm 2000

Högfeldt, Peter – Högholm, Kenneth: A Law and Finance Theory of Strategic Blocking and Preemptive Bidding in Takeovers. Journal of Corporate Finance Vol. 6, 2000. s. 403-425.

Jensen – Ruback 1983

Jensen, Michael – Ruback, Richard: The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence. Journal of Financial Economics Vol. 11, 1983. s. 5-50.

Jolls – Sunstein – Thaler 2000

Jolls, Christine – Sunstein, Cass – Thaler, Richard: A Behavioral Approach to Law and Economics. Teoksessa Sunstein, Cass (toim.): Behavioral law and economics. Cambridge University Press 2000. s. 13-58.

Kaisanlahti 1999b

Kaisanlahti, Timo: Pakottavan säädännön tarve vähemmistöosakkaan suojaamiseksi pörssiyhtiössä. Lakimies 5/1999. s. 717–721.

Kaisanlahti 2002

Kaisanlahti, Timo: Julkinen ostotarjous ja osakkeen käypä hinta. Oikeustiede-Jurisprudentia 2002:XXXV. s. 71-128.

Kaisanlahti 2007

Kaisanlahti, Timo: The Relevance of Tender Price in Minority Redemption Procedure Under the New Companies Act. Teoksessa With Wisdom (toim. Waselius & Wist). WS Bookwell Oy. Porvoo 2007. s. 167-198.

Katelouzou 2015

Katelouzou, Dionysia: Worldwide Hedge Fund Shareholder Activism. Dimensions and Legal Determinants. University of Pennsylvania Journal of Business Law, Vol 17:3, 2015 s. 789-860.

Knuts 2007

Knuts, Mårten: Information on Securities Market in the US – or What the Old World Can Learn from the New World's History. Teoksessa With Wisdom (toim. Waselius & Wist). WS Bookwell Oy. Porvoo 2007. s. 199-224.

Knuts 2014

Knuts, Mårten: Arvopaperimarkkinoiden sääntely. Teoksessa Villa, Seppo – Airaksinen, Manne – Bärlund, Johan – Jauhiainen, Jyrki – Kaisanlahti, Timo – Knuts, Mårten – Kuoppamäki, Petri – Kymäläinen, Seppo – Mähönen, Jukka – Pihlajarinne, Taina – Raitio, Juha – Rissanen, Kirsti – Viitanen, Klaus – Wilhelmsson, Thomas: Yritysoikeus. Talentum Media Oy. Helsinki 2014. s. 761-856.

Koivisto 2013

Koivisto, Ida: Oikeusturva – kehittyvä perusoikeus? *Lakimies* 6/2013. s. 1032-1054.

Kraakman – Armour – Hansmann 2017

Kraakman, Reinier – Armour, John – Hansmann, Henry: Agency Problems and Legal Strategies. Teoksessa Kraakman, Reinier – Armour, John – Davies, Paul – Enriques, Luca – Hansmann, Henry – Hertig, Gerard – Hopt, Klaus – Kanda, Hideki – Pargendler, Mariana – Ringe, Wolf-Georg – Rock, Edward: The anatomy of corporate law: A comparative and functional approach. Third edition. Oxford University Press 2017. s. 29-47.

Kraakman ym. 2017a

Kraakman, Reinier – Armour, John – Hansmann, Henry – Pargendler, Mariana: What Is Corporate Law? Teoksessa Kraakman, Reinier – Armour, John – Davies, Paul – Enriques, Luca – Hansmann, Henry – Hertig, Gerard – Hopt, Klaus – Kanda, Hideki – Pargendler, Mariana – Ringe, Wolf-Georg – Rock, Edward: The anatomy of corporate law: A comparative and functional approach. Third edition. Oxford University Press 2017. s. 1-28.

Kraakman ym. 2017b

Kraakman, Reinier – Davies, Paul – Kanda, Hideki – Ringe, Wolf-Georg: Fundamental Changes. Teoksessa Kraakman, Reinier – Armour, John – Davies, Paul – Enriques, Luca – Hansmann, Henry – Hertig, Gerard – Hopt, Klaus – Kanda, Hideki – Pargendler, Mariana – Ringe, Wolf-Georg – Rock, Edward: The anatomy of corporate law: A comparative and functional approach. Third edition. Oxford University Press 2017. s. 171-203.

Kuula 2013

Kuula, Heikki: Sääntelyharkinnasta. Teoksessa Paso, Mirjami – Saukko, Petri – Tolvanen, Matti (toim.): Iura novit curia. Juhlakirja Veijo Tarukannel. Edita Publishing Oy. Porvoo 2013. s.33-46.

Könkkölä – Talonen 2017

Könkkölä, Jussi – Talonen, Paula: Lunastusoikeuden vahvistaminen osakeyhtiölain 18 luvun mukaisessa välimiesmenettelyssä. *Defensor Legis* 4/2017, s. 616-631.

La Porta ym. 1999

La Porta, Rafael – Lopez-de-Silanes, Florencio – Shleifer, Andrei: Corporate Ownership around the World. *The Journal of Finance*. Vol. 45, No. 2, 1999. s. 471-517.

Levit 2019

Levit, Doron: Soft Shareholder Activism. *The Review of Financial Studies*. Vol. 32, Issue 7, 2019, s. 2775–2808.

McCahery ym. 2003

McCahery, Joseph – Renneboog, Luc – Ritter, Peer – Haller, Sascha: The Economics of the Proposed European Takeover Directive. Centre for European Policy Studies. Research Report in Finance and Banking, No. 32. Bryssel 2003.

Mähönen 1998

Mähönen, Jukka: Law and economics: eriytyminen ja kehitys. Teoksessa Kanninen, Vesa – Määttä, Kalle (toim.): Näkökulmia oikeustaloustieteeseen 2. Helsinki 1998. s. 1-26.

Mähönen 2004

Mähönen, Jukka: Taloustiede lain tulkinnassa. *Lakimies* 2004, s. 49-64.

Mähönen 2015

Mähönen, Jukka: Osakkeenomistaja-aktivismi – siunaus vai kirous? Teoksessa Immonen, Raimo – Knuutinen, Reino (toim.): Oikeuden ja talouden rajapinnassa. Juhlakirja Matti J. Sillanpää 60 vuotta. Edita Publishing Oy. Helsinki 2015.

Mähönen - Villa 2014

Mähönen, Jukka – Villa, Seppo: Osakeyhtiö. Teoksessa Villa, Seppo – Airaksinen, Manne – Bärlund, Johan – Jauhiainen, Jyrki – Kaisanlahti, Timo – Knuts, Mårten – Kuoppamäki, Petri – Kymäläinen, Seppo – Mähönen, Jukka – Pihlajarinne, Taina – Raitio, Juha – Rissanen, Kirsti – Viitanen, Klaus – Wilhelmsson, Thomas: Yritysoikeus. Talentum Media Oy. Helsinki 2014. s. 189-470.

Nuolimaa 2004

Nuolimaa, Risto: Välimiesmenettelystä vähemmistöosakkeita pakkolunastettaessa. Teoksessa Nuolimaa, Risto – Vihervuori, Pekka – Klemettinen, Hannele (toim.): Juhlajulkaisu Pekka Hallberg 1944 – 12/6 – 2004. Jyväskylä 2004. s. 248–263.

Pönkä 2008

Pönkä, Ville: Määräysvallasta osakeyhtiössä. *Defensor Legis* 5/2008, s. 737–758.

Pönkä 2015b

Pönkä, Ville: Välimiesmenettelyn kustannukset vähemmistöosakkeiden lunastusriidassa. Teoksessa Immonen, Raimo – Knuutinen, Reino (toim.): Oikeuden ja talouden rajapinnassa. Juhlakirja Matti J. Sillanpää 60 vuotta. Edita Publishing Oy. Helsinki 2015.

Shleifer – Vishny 1986

Shleifer, Andrei – Vishny, Robert: Large Shareholders and Corporate Control. *Journal of Political Economy* Vol. 94, No. 3, 1986. s. 461-488.

Sillanpää 1995

Sillanpää, Matti: Arvopaperimarkkinoiden pelisäännöistä. *Lakimies* 2/1995.

Syrjänen 2012

Syrjänen, Jussi: Tuomarin harkinnan rajat – irti legalismin taakasta. *Oikeustiede-Jurisprudentia* 2012:XLV. s. 335-391.

Taivalkoski 1998

Taivalkoski, Petri: Osakeyhtiölain mukaisesta vähemmistöosakkeiden lunastuksesta pörssiyhtiössä. *Defensor Legis* 6/1998, s. 983-995.

Talus – Penttinen 2015

Talus, Kim – Penttinen, Sirja-Leena: Eurooppaoikeudelliset oikeuslähteet ja niiden tulkinta oikeustieteellistä opinnäytettä kirjoittaessa. *Edilex-sarja* 2015/3. Teoksessa Miettinen, Tarmo (toim.): Oikeustieteellinen opinnäyte – Artikkeleita oikeustieteellisten opinnäytteiden vaatimuksista, metodista ja arvostelusta. Edita Publishing Oy.

Tolonen 1997

Tolonen, Juha: Oikeustiede tieteenä. Teoksessa: Häyhä, Juha (toim.): Minun metodini. Werner Söderström Lakitieto Oy. Porvoo 1997. s. 298-310.

Van der Elst – Van den Steen 2006

Van der Elst, Christoph – Van den Steen, Lientje: Opportunities in the M&A aftermarket: Squeezing out and selling out. Financial Law Institute Working Paper No. 12, Ghent 2006.

Van der Elst – Van den Steen 2009

Van der Elst, Christoph – Van den Steen, Lientje: Balancing the Interests of Minority and Majority Shareholders: A Comparative Analysis of Squeeze-out and Sell-out Rights. European Company and Financial Law Review, Vol. 6, Issue 4, 2009. s. 391–439.

Viljanen 2011

Viljanen, Veli-Pekka: Perusoikeuksien rajoittaminen. Teoksessa Hallberg, Pekka – Karapuu, Heikki – Ojanen, Tuomas – Scheinin, Martin – Tuori, Kaarlo – Viljanen, Veli-Pekka: Perusoikeudet. WSOYpro Oy. Helsinki 2011.

Villa 2008

Villa, Seppo: Onko yhdenvertainen kohtelu aina tasapuolista? Lakimies 4/2008, s. 563–581.

Villa 2016

Villa, Seppo: Yhtiön johdon oikeudesta puuttua osakkeenomistajien väliseen valtataisteluun. Teoksessa Immonen, Raimo – Knuutinen, Reino (toim.): Oikeuden ja talouden rajapinnassa. Juhlakirja Matti J. Sillanpää 60 vuotta. Edita Publishing Oy. Helsinki 2015.

Vos 2017

Vos, Tom: ‘Baby, it’s cold outside...’ – A comparative and economic analysis of freeze-out of minority shareholders. European Company and Financial Law Review Vol. 15, No. 1, 2017.

Wymeersch 1992

Wymeersch, Eddy: Take-over Bids in Europe. Teoksessa Nordic Perspectives on European Financial Integration. Edited by Pekka Timonen. Publications of the Helsinki University Institute of International Economic Law. Helsinki 1992 s. 231–259.

Oikeuskäytäntö

Korkein oikeus

KKO 2005:122

Ruotsin korkein oikeus

Balken, NJA 1996 s. 293

Euroopan unionin tuomioistuin

Asia 6/64 Costa v. ENEL

Flaminio Costa v. ENEL (Ente nazionale energia elettrica), asia 6/64, 15.7.1964, ECLI:EU:C:1964:66

Asia 41/74 Van Duyn v. Home Office

Yvonne van Duyn v. Home Office, asia 41/74, 4.12.1974, ECLI:EU:C:1974:133.

Asia 14/83 Von Colson

Sabine von Colson ja Elisabeth Kamann v. Land Nordrhein-Westfalen, asia 14/83, 10.4.1984, ECLI:EU:C:1984:153

C-103/03 Axel Springer

Axel Springer AG v. Zeitungsverlag Niederrhein GmbH & Co. Essen KG ja Hans-Jürgen Weske, C-103/03, 23.9.2004, ECLI:EU:C:2004:552.

C-402/03 Skov v. Bilka

Skov Æg v. Bilka Lavprisvarehus A/S ja Bilka Lavprisvarehus A/S v. Jette Mikkelsen ja Michael Due Nielsen, C-402/03, 10.1.2006, ECLI:EU:C:2006:6.

C-101/08 Audiolux ym.

Audiolux SA e.a v. Groupe Bruxelles Lambert SA (GBL) ym. ja Bertelsmann AG ym., C-101/08, 15.10.2009, ECLI:EU:C:2009:626.

Virallislähteet

Hallituksen esitykset

HE 27/1977 vp

Hallituksen esitys eduskunnalle uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi 27/1977 vp.

HE 109/2005 vp

Hallituksen esitys Eduskunnalle uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi 109/2005 vp.

HE 6/2006 vp

Hallituksen esitys Eduskunnalle laeiksi arvopaperimarkkinalain, kauppakamarilain ja Rahoitustarkastuksesta annetun lain muuttamisesta 6/2006 vp.

HE 32/2012 vp

Hallituksen esitys eduskunnalle arvopaperimarkkinoita koskevaksi lainsäädännöksi 32/2012 vp.

HE 71/2013 vp

Hallituksen esitys eduskunnalle laeiksi osakeyhtiölain 18 luvun ja kauppakamarilain 5 ja 6 §:n muuttamisesta 71/2013 vp.

Muu lainvalmistelu

Muistio yhtiö- ja arvopaperimarkkinalainsäädännöstä 2002

Timonen, Pekka – Kaisalahti, Timo: Yhtiö- ja arvopaperimarkkinalainsäädännön leikkauspisteistä de lege ferenda. Oikeusministeriön toimeksiannosta 3.3.2002 annettu muistio.

PeVL 1/2003 vp

Perustuslakivaliokunnan lausunto 1/2003 vp.

PeVM 25/1994

Perustuslakivaliokunnan mietintö n:o 25 hallituksen esityksestä perustuslakien perusoikeussäännösten muuttamisesta PeVM 25/1994 vp.

Tietokannat

Finanssivalvonnan esiterekisteri

Finanssivalvonnan ylläpitämä esiterekisteri. Saatavilla:
<https://www.finanssivalvonta.fi/rekisterit/esiterekisteri/>

Keskuskauppakamarin lista lunastusmenettelyistä 2019

Keskuskauppakamarin ylläpitämä listaus lunastusmenettelyistä, vuosi 2019. Saatavilla:
<https://kauppakamari.fi/lautakunnat/lunastuslautakunta-2/listaus-lunastusmenettelyista/lunastusmenettelyt-2019/>

Euroopan unioni

Komission ehdotus ostotarjousdirektiiviksi 2003

Komission ehdotus Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiiviksi julkisista ostotarjouksista COM/2002/534/FINAL, 25.2.2003.

Komission kertomus ostotarjousdirektiivin soveltamisesta 2012

Komission kertomus Euroopan parlamentille, neuvostolle, Euroopan talous- ja sosiaalikomitealle ja alueiden komitealle julkisista ostotarjouksista annetun direktiivin 2004/25/EY soveltamisesta. COM/2012/347/final. 28.6.2012.

Winterin kertomus 2002

Winter, Jaap – Schans Christensen, Jan – Garrido Garcia, José – Hopt, Klaus – Rickford, Jonathan – Rossi, Guido – Simon, Joelle: Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids. Bryssel, 10.1.2002.

Itsesääntely

MOK 9/2013

Määräykset ja ohjeet 9/2013. Julkinen ostotarjous ja tarjousvelvollisuus. Päivitetty 27.9.2018. Finanssivalvonta. Saatavilla: https://www.finanssivalvonta.fi/saantely/maarays-ja-ohjekokoelma/arvopaperimarkkinoiden-toiminta/09_2013/

Ostotarjouskoodi

Arvopaperimarkkinayhdistys ry: Ostotarjouskoodi. 1.1.2014. Saatavilla:
<https://cgfinland.fi/ostotarjouskoodi/>

Pörssin säännöt 2019

Nasdaq Helsinki Oy: Pörssin säännöt. 4.6.2019. Saatavilla:
<https://www.nasdaq.com/solutions/rules-regulations-helsinki>

Muut lähteet

Arvopaperi: Rengasjätti omistaa mutta ei vaikuta Nokian Renkaissa, 2.10.2018. Saatavilla: <https://www.arvopaperi.fi/uutiset/rengasjatti-omistaa-mutta-ei-vaikuta-nokian-renkaissa/636873e1-248d-39c1-8b02-62cf809a78c3>, viitattu 13.9.2019.

Bloomberg: Shift From Active to Passive Approaches Tipping Point in 2019, 31.12.2019. Saatavilla: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-12-31/shift-from-active-to-passive-approaches-tipping-point-in-2019>, viitattu 26.9.2019.

Edilex, uutiset: Itsesääntely tuo avoimuutta arvopaperimarkkinoille, 4.11.2009. Saatavilla: <https://www.edilex.fi/uutiset/22107?allWords=Itses%C3%A4%C3%A4ntely+tuo+avoimuutta+arvopaperimarkkinoille&offset=1&perpage=20&sort=relevance&searchSrc=1&advancedSearchKey=526959>, viitattu 24.9.2019.

Fortum Oyj pörssitiedote: Fortum hankkii osake-enemmistön Uniperista – tavoitteena vakauttaa tilanne ja nopeuttaa strategian toteuttamista, 8.10.2019. Saatavilla: <https://www.fortum.fi/media/2019/10/fortum-hankkii-osake-enemmiston-uniperista-tavoitteena-vakauttaa-tilanne-ja-nopeuttaa-strategian-toteuttamista>, viitattu 22.10.2019.

Fortum Oyj pörssitiedote: Fortum has published offer document for Uniper shares, acceptance period has commenced, 7.11.2017. Saatavilla: <https://newsclient.omxgroup.com/cdsPublic/viewDisclosure.action?disclosureId=808937&lang=en>, viitattu 22.10.2019.

Fox, James: Some Tender Offer Quirks. Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, 2.11.2009. Saatavilla: <https://corpgov.law.harvard.edu/2009/11/02/some-tender-offer-quirks/>, viitattu 23.10.2019.

Kauppalehti: Alkuvuoden kovimmat kurssiraketit ponkaisivat Helsingissä yli 80 prosenttia – Baswaresta pihisivät ilmat pihalle, 1.7.2019. Saatavilla: <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/alkuvuoden-kovimmat-kurssiraketit-ponkaisivat-helsingissa-yli-80-prosenttia-baswaresta-pihisivat-ilmat-pihalle/978f39f3-8df0-4a5b-ba78-ddd1c01a3b02>, viitattu 20.8.2019.

Tähtinen, Jyrki: The activists are getting closer to our gates. Directors' Institute Finland. Kumppaniblogi 11.10.2018. Saatavilla: <https://dif.fi/blogit/kumppaniblogit/the-activists-are-getting-closer-to-our-gates/>, viitattu 28.8.2019.

Reuters: France to lower threshold for squeeze-outs in takeover to 90 percent, 28.3.2018. Saatavilla: <https://www.reuters.com/article/us-france-companies-idUSKBN1H42L6>, viitattu 10.10.2019.

Reuters: Fortum makes progress in talks to resolve Uniper standoff, 21.5.2019. Saatavilla: <https://www.reuters.com/article/us-uniper-agm-elliott-capital/fortum-makes-progress-in-talks-to-resolve-uniper-standoff-idUSKCN1SR1BM>, viitattu 22.10.2019.

Reuters: Index funds to surpass active fund assets in U.S. by 2024: Moody's, 2.2.2017. Saatavilla: <https://www.reuters.com/article/us-funds-passive-idUSKBN15H1PN>, viitattu 24.9.2010.

Uniper: Fortum's takeover offer for Uniper. An overview of communication events from September 20, 2017, to February 7, 2018. Börsen-Zeitung: Poker around Uniper sharpens up, 2.7.2018. Saatavilla: https://www.uniper.energy/sites/default/files/2018-02/20180207_overview_comms_events_v18_en.pdf, viitattu 6.10.2019.